

332.6
H48
2 9

**ANALISIS KOMPARASI
KINERJA PORTOFOLIO SAHAM LQ-45
YANG OPTIMAL DENGAN
KINERJA REKSA DANA SAHAM DI
INDONESIA
(PERIODE 2002 – 2004)**



TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

Oleh :

**Andreas Nugroho
NIM C 4A002253**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2004**



SERTIFIKAT

Saya, *Andreas Nugroho*, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini atau pun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.



Andreas Nugroho
Desember 2004

PENGESAHAN TESIS

Yang bertandatangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :

**ANALISIS KOMPARASI
KINERJA PORTOFOLIO SAHAM LQ-45
YANG OPTIMAL DENGAN
KINERJA REKSA DANA SAHAM DI INDONESIA
(PERIODE 2002 – 2004)**

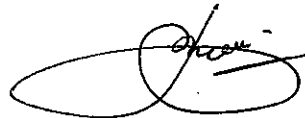
**yang disusun oleh Andreas Nugroho, NIM C4A002253
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal
18 Desember 2004
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.**

Pembimbing Utama



Drs. Kholiq Mahfud MS

Pembimbing Anggota



Drs. Basuki HP, MBA, Macc, Akt

**Semarang 18 Desember 2004
Universitas Diponegoro
Program Pasca Sarjana
Program Studi Magister Manajemen**

Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

MOTTO

Invest Yourself in Everything You Do !

For Everybody

ABSTRAKSI

Dalam berinvestasi, investor memiliki berbagai pilihan misalnya dengan membentuk portofolio saham-saham unggulan (diwakili oleh saham-saham LQ-45) dengan harapan mendapatkan *return* yang cukup tinggi dengan risiko yang minimal, atau pun menyerahkan keputusan berinvestasi kepada Manajer Investasi yang akan membentuk portofolio sendiri dalam Reksa Dana. Saat ini Reksa Dana terbukti mampu memberikan *return* yang tinggi namun disisi lain pada akhir tahun 2003 terjadi *redemption* (penarikan) besar-besaran yang merugikan investor. Penelitian ini mencoba membandingkan *return* dan risiko yang dihasilkan oleh portofolio saham-saham LQ-45 yang dibentuk dengan menggunakan *Single Index Model* dengan *return* dan risiko Reksa Dana Saham.

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *non participant observation*, dimana peneliti hanya mengamati data yang sudah tersedia tanpa ikut menjadi bagian dari suatu sistem data. Data yang dibutuhkan adalah data harga saham di Bursa Efek Jakarta, data Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana Saham, dan data Indeks LQ-45. Analisis dilakukan dengan menggunakan *Single Index Model*, Indeks Sharpe, dan teknik statistik uji beda dua rata-rata (*Independent sample t-test*) untuk menguji hipotesis yang telah ditetapkan.

Hasil analisis uji beda dua rata-rata menunjukkan bukti yang signifikan bahwa terdapat perbedaan *return* dan risiko yang diperoleh melalui Reksa Dana Saham dengan *return* dan risiko yang diperoleh dari Portofolio saham LQ-45 yang dibentuk dengan menggunakan *Single Index Model*. Dalam penelitian ini Null Hipotesis ditolak. Hasil analisis perbandingan Indeks Sharpe menjelaskan bahwa nilai rata-rata Indeks Sharpe Reksa Dana Saham (0,2828) lebih besar dibandingkan dengan nilai rata-rata Indeks Sharpe Portofolio Saham yang diterapkan (0,0070). Dari urutan 17 produk Reksa Dana Saham berdasarkan indeks Sharpe, indeks Sharpe Portofolio Saham (0,0070) yang diterapkan hanya berada di posisi akhir diantara produk Reksa Dana saham urutan 16 (0,061) dan 17 (-0,0377). Hal ini berarti investor akan memperoleh keuntungan yang lebih besar jika ia melakukan portofolio melalui Reksa Dana Saham.

Abstract

In making investment, investor has various choices. They can form portfolio which contains main stock (represented by LQ-45 stock) in order to get a high return with minimum risk; otherwise, they may give the decision to the investment managers who will make their own portfolio in mutual funds investment. Recently mutual funds have proved that they can show high performance. On the other hands, a huge redemption occurred that in December 2003 made investors suffer loss of profit. The purpose of this research is to compare the return and the risk of mutual fund and LQ-45 stock's portfolio, which is formed by Single Index Model and those of mutual funds.

The data compilation method used in this research is the non-participant observation method, in which the researcher only observes the available data without being involved in the data system. The data needed are the stock exchange rates data in Jakarta Stock Market (BEJ), mutual funds net asset value (NAV) and LQ-45 index data. The analysis uses Single Index Model, Sharpe Index, and independent sample t-test statistical technique to evaluate the determined hypothesis.

The results of analysis shows significant evidence that there is a difference between the return and the risk of mutual funds and those of LQ-45 portfolio formed using Single Index Model. The result of this research is that there are no significant differences between the two groups of portfolio. Based on Sharpe Index score, mutual funds show better performance than stock portfolio. This can be seen from the average score of mutual fund Sharpe Index (0,2828) which is higher than the Sharpe Index of stock portfolio formed by the Single Index Model (0,0070). From 17 mutual funds products list based on Sharpe index, the stock portfolio's Sharpe index (0,0070) is between 16th (0,061) and 17th position (-0,0377) on the list. The conclusion is that investor will obtain more profit if they choose to invest through mutual fund.

KATA PENGANTAR

Studi S2 adalah masa penuh tugas yang menantang kesabaran, *endurance* dan kedewasaan, semakin saya tekuni semakin saya menemukan banyak hal baru yang menarik. Dalam menempuh Studi S2 saya memperoleh pengetahuan dalam waktu dan cara yang telah ditentukan hingga selesainya Tesis ini.

Tesis ini penuh dengan keterbatasan, karena itu saya tidak melihatnya sebagai akhir dari proses pendidikan saya, karena ujian sesungguhnya adalah dunia luar, bagaimana saya membuktikan bahwa saya layak menyandang gelar yang sudah saya dapatkan. Bagaimana saya membawa iklim perubahan, ke arah yang lebih baik, dan seberapa besar orang bersyukur atas keberadaan saya, karena itulah yang terpenting.

Saya mengucapkan syukur kepada Tuhan Yesus Kristus yang telah memberikan rahmat-Nya sehingga semua harapan ini menjadi nyata. Untuk semua proses tersebut, saya ingin mengungkapkan rasa terimakasih, yaitu kepada :

1. Bapak Drs. Kholiq Mahfud MS dan Drs. Basuki HP, MBA, Macc, Akt, atas bimbingan yang profesional dan penuh kesabaran hingga tesis ini selesai. Dengan tulus saya ingin mengucapkan bahwa saya merasa terhormat mendapatkan pembimbing-pembimbing terbaik.
2. Seluruh Dosen dan Staff Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah berusaha memberikan kinerjanya yang terbaik.
3. Anastasia Maria dan keluarga Santoso yang membuktikan bahwa hidup itu berharga dan Kasih Tuhan Yesus Kristus selalu menyertai anak-anakNya.

4. Segenap teman sekelas, Anda semua benar-benar layak berada dikelas A.
Bersama kalian semua pelajaran yang berat menjadi ringan, ingin rasanya kembali ke masa lalu tapi sehari saja.
5. Ma, Pa, Cie BB yang saat ini berada di surga dan keluargaku yang selalu mendorongku untuk terus maju.
6. Semua dorongan dan doa dari sahabat yang tidak dapat sebut satu per satu.

Penulis sadar tesis ini jauh dari sempurna, untuk itu bila ada masukan ataupun kritikan tentu sangatlah membantu.

Semarang, Penghujung 2004



Andreas Nugroho

DAFTAR ISI

	Halaman
Judul	i
Sertifikat	ii
Persetujuan Draft Tesis	iii
Halaman Persembahan	iv
Abstraksi	v
Kata Pengantar	vii
Daftar Tabel	xi
Daftar Gambar	xii
Daftar Lampiran	xiii
Bab I Pendahuluan	
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	8
1.3 Tujuan dan Kegunaan	10
Bab II Tinjauan Pustaka	
2.1 Telaah Pustaka	12
2.1.1 Teori tentang Reksa Dana	12
2.1.2 Konsep Return dan Risiko	21
2.1.3 Diversifikasi Risiko dan Memilih Portofolio Optimal	24
2.1.4 Kinerja Reksa Dana	28
2.1.5 Kelompok Saham LQ 45	31
2.1.6 Indeks Harga Saham	32
2.2. Penelitian Terdahulu	36
2.3. Rencana Kerangka Pemikiran Teoritis	40
2.4. Hipotesis	42
2.5 Definisi Operasional Variabel	42
Bab III Metode Penelitian	
3.1. Disain Penelitian	44
3.2. Obyek Penelitian	45

3.3. Jenis dan Sumber Data	45
3.4 Populasi dan Sampel	46
3.5 Metode Pengumpulan Data	50
3.6. Teknik Analisis	50
Bab IV Analisa Data	
4.1. Gambaran Umum Objek Penelitian	58
4.1.1 Perusahaan LQ 45	58
4.1.2 Perkembangan Reksa Dana	60
4.2. Proses dan Hasil Analisa Data	68
4.2.1 Analisis Single Index Model	68
4.2.2 Uji beda Dua Rata-rata Return dan Risiko.....	76
4.2.3 Pemeringkatan Reksa Dana Saham Dengan Indeks Sharpe	78
4.2.4 Penentuan Alternatif Investasi	80
Bab V Penutup	
5.1. Kesimpulan	84
5.2. Saran	86
Daftar Pustaka	
Lampiran – lampiran	

DAFTAR TABEL

TABEL 2.2	Resume Penelitian Terdahulu	39
TABEL 3.1	Sampel Saham LQ-45 yang Konsisten	48
TABEL 3.2	Sampel Produk Reksa Dana Saham	49
TABEL 4.1	Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Total Asset	58
TABEL 4.2	Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Rata-rata Saham	59
TABEL 4.3	Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Persentase Publik Dalam Kepemilikan Saham	60
TABEL 4.4	Kinerja Reksa Dana	65
TABEL 4.5	Daftar Reksa Dana Saham yang Efektif	66
TABEL 4.6	Return Anggota Saham LQ-45	69
TABEL 4.7	Hasil Analisis Beta Saham Emiten	71
TABEL 4.8	Hasil Perhitungan ERB dan Ci Portofolio Saham	73
TABEL 4.9	Saham yang Masuk Dalam Portofolio Optimal	74
TABEL 4.10	Proporsi Saham Individual Portofolio Optimal	74
TABEL 4.11	Hasil Perhitungan Return dan Resiko Portofolio	75
TABEL 4.12	Uji Beda Return Portofolio Saham Dengan Return Reksa Dana Saham	77
TABEL 4.13	Uji Beda Resiko Portofolio Saham Dengan Resiko Reksa Dana Saham	78
TABEL 4.14	Hasil Pemeringkatan Kinerja Reksa Dana Saham Februari 2002 – Februari 2004	79
TABEL 4.15	Hasil Pemeringkatan Kinerja Reksa Dana Saham Februari 2003 – Februari 2004	80
TABEL 4.16	Indeks Sharpe Portofolio Saham LQ-45 Februari 2003 – Februari 2004	81

DAFTAR GAMBAR

GAMBAR 2.1	Kerangka Pemikiran Teoritis	41
-------------------	--	-----------

DAFTAR LAMPIRAN

LAMPIRAN A	Return Saham Individual LQ 45
LAMPIRAN B	Indeks Pasar dan Risk Free
LAMPIRAN C	Alpha dan Beta Saham Individual
LAMPIRAN D	ERB 12 Bulan, 15 Bulan, 18 Bulan, 21 Bulan, 24 Bulan
LAMPIRAN E	Portofolio yang Diterapkan
LAMPIRAN F	Return nilai Aktiva Bersih Reksa Dana Saham
LAMPIRAN G	Sharpe Index Reksa Dana Saham Periode Februari 2002 – Februari 2004
LAMPIRAN H	Sharpe Index Reksa Dana Saham Periode Februari 2003 – Februari 2004
LAMPIRAN I	Output Uji Beda

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Perkembangan pasar modal di Indonesia merupakan peristiwa yang selalu menarik untuk diteliti. Sebelum krisis ekonomi di tahun 1997, pasar modal Indonesia telah mengalami perkembangan yang cukup signifikan. Perkembangan tersebut termasuk munculnya alternatif investasi baru di dunia pasar modal yaitu Reksa Dana yang merupakan wadah investasi kolektif untuk ditempatkan dalam portofolio berdasarkan kebijakan investasi yang ditetapkan oleh Manajer Investasi. Reksa Dana mulai dikenal di Indonesia sejak diterbitkannya Reksa Dana berbentuk perseroan, PT BDNI Reksa Dana pada Tahun 1995 (Pratomo & Nugraha, 2002). Sesuai dengan perubahan deregulasi yang dikeluarkan oleh pemerintah dan tingkat suku bunga yang berlaku pada masa itu, pilihan untuk berinvestasi mulai berubah, Reksa Dana mulai menjadi instrumen investasi yang banyak dipilih. Menurut Dharmawan (2004) jumlah perusahaan Reksa Dana yang beroperasi terus bertambah, hingga pertengahan Februari 2004, jumlah Reksa Dana di Indonesia telah mencapai 182 Reksa Dana, terdiri atas 22 Reksa Dana Saham, 115 Reksa Dana Pendapatan Tetap, 28 Reksa Dana Campuran dan 17 Reksa Dana Pasar Uang. Jumlah Dana yang dikelola dalam Reksa Dana mengalami perkembangan yang pesat, pada tahun 1996 total dana yang berputar di Reksa Dana adalah Rp 2.782.322.500.000,- namun dengan berjalannya waktu, dana tersebut berkembang menjadi pencapaian tertinggi sebesar Rp

85.374.461.340.000,- pada September 2003, berarti lebih dari 30 kali atau terjadi peningkatan sebanyak 3.068 % dalam kurun waktu hampir 7 tahun. Pada Desember 2003, setelah mengalami berbagai masalah, dana yang dikelola reksa Dana mengalami penurunan drastis sebesar hingga hanya menjadi sebesar Rp 69.455.219.810.000,- (Dorimulu & Darmawan, 2003). *Redemption* besar-besaran yang dilakukan oleh para Investor ini terutama disebabkan oleh penurunan Nilai Aktiva Bersih (NAB) Reksa Dana, Investor merasa dirugikan oleh Manajer Investasi Reksa Dana akibat dari penurunan nilai NAB tersebut. Investor kurang menyadari bahwa dalam setiap investasi selalu terdapat unsur risiko.

Kemampuan Manajer Investasi dalam mengelola portofolio investasinya sangat menentukan kinerja Reksa Dana. Reksa Dana akan menghasilkan *return* yang cukup tinggi bila dikelola dengan baik oleh Manajer Investasi yang cukup berpengalaman dan memiliki naluri bisnis. Bila memiliki *return* yang tinggi, Reksa Dana akan diminati oleh para investor, namun karena Reksa Dana juga memiliki faktor risiko maka *return* yang dihasilkan oleh Reksa Dana harus lebih tinggi daripada alternatif instrumen investasi *riskfree* (deposito). Baik-buruknya hasil dari Reksa Dana ditunjukkan oleh kinerja yang dihasilkan secara periodik yang dihitung berdasar pada Nilai Aktiva Bersih (NAB) atau *Net Asset Value* (NAV) yaitu nilai pasar per lembar saham sesungguhnya (setelah dikurangi segala potongan / kewajiban). Nilai tersebut diperoleh dari penghitungan nilai pasar dari investasi portofolio perusahaan Reksa Dana dikurangi hutang-hutang lancarnya, kemudian dibagi dengan jumlah saham yang beredar atas portofolio investasinya (Jones, 1996).

Dalam berinvestasi selain memperhatikan *return* ada sebuah faktor penting lainnya yaitu faktor risiko. Risiko dapat timbul karena investor tidak mengetahui dengan pasti hasil yang akan diperoleh dari investasi yang telah dilakukannya. Husnan (1996) mendefinisikan risiko sebagai kemungkinan adanya penyimpangan antara tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*) dengan tingkat keuntungan yang diperoleh (*actual return*). Dari hasil studi empiris yang dilakukan oleh beberapa ahli telah dibuktikan bahwa antara tingkat keuntungan dengan risiko terdapat hubungan positif. Pedoman yang relevan bagi investor dalam mengukur risiko dapat dinyatakan dalam Standar Deviasi sebagai risiko total serta Beta portofolio yang merupakan risiko sistematis (Husnan, 1998). Standar Deviasi yang dilambangkan sebagai σ digunakan sebagai variabel pengukur kinerja portofolio dalam model Sharpe atau "*Sharpe measure*" sedangkan beta (β) digunakan sebagai variabel pengukur kinerja portofolio dalam model Treynor atau *Treynor Measure* serta model Jensen atau *Jensen measure*. Dalam penelitian ini digunakan pengukuran kinerja model Sharpe atau "*Sharpe Measure*".

Investasi yang dilakukan investor diasumsikan selalu didasarkan pada pertimbangan yang rasional sehingga berbagai jenis informasi diperlukan untuk pengambilan keputusan investasi, terutama dalam memilih saham yang memiliki *return* yang tinggi dengan risiko tertentu atau saham dengan *return* tertentu dengan risiko yang rendah. Bawasir dan Sitanggang (1994) menyatakan bahwa faktor yang menentukan tingkat kembalian yang optimal adalah tingkat kemampuan investor memilih saham secara rasional. Rasionalitas investor dapat

diukur dari sejauhmana mereka berhasil memilih saham yang memberi hasil maksimum pada risiko tertentu, juga dipengaruhi pretensi investor terhadap *return* dan risiko yang berbeda. Dalam dunia penanaman modal hampir semua investasi mengandung unsur ketidakpastian atau risiko. Pemodal tidak mengetahui dengan pasti hasil yang akan diperoleh dari investasi yang dilakukan. Dengan demikian pemodal akan menghadapi risiko dalam investasi yang dilakukannya. Pemodal hanya dapat memperkirakan berapa tingkat keuntungan (*expected return*) yang diharapkan dan seberapa jauh kemungkinan hasil yang sebenarnya nanti akan menyimpang dari hasil yang diharapkan. Karena pemodal hanya menghadapi kesempatan investasi yang berrisiko, pilihan investasi tidak dapat mengandalkan pada tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*). Apabila kesempatan berinvestasi mempunyai tingkat risiko yang tinggi maka investor akan mensyaratkan tingkat keuntungan yang tinggi pula. Dengan kata lain, semakin tinggi risiko suatu kesempatan investasi maka akan semakin tinggi pula tingkat keuntungan (*return*) yang disyaratkan oleh investor (Jogiyanto, 2000)

Untuk menghindari risiko pada suatu investasi antara lain dilakukan melalui diversifikasi saham dengan membentuk portofolio (Poon et al; 1992 dalam Agus dan Sri, 2000). Diversifikasi portofolio diartikan sebagai pembentukan portofolio sedemikian rupa sehingga dapat mengurangi risiko portofolio tanpa mengorbankan pengembalian yang dihasilkan. Diversifikasi portofolio dapat dilakukan dengan jalan memasukkan berbagai aktiva dari seluruh kelompok aktiva yang ada, seperti investasi saham pada berbagai perusahaan.

Pembentukan suatu portofolio saham dapat dipermudah dengan menggunakan suatu proksi. Proksi tersebut dapat berdasarkan jenis industri emiten seperti manufaktur atau perbankan, serta dapat juga menggunakan indeks pasar. Indeks yang sering digunakan sebagai dasar pembentukan portofolio saham adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan Indeks LQ-45 (ILQ-45) pada Bursa Efek Jakarta (Husnan, 1998). Penggunaan IHSG sebagai proksi penghitung *return* pasar dirasakan memiliki kelemahan, karena IHSG menggunakan pembobotan berdasarkan atas kapitalisasi seluruh saham. Pasar modal di Indonesia tergolong pasar modal yang transaksinya tipis (*thin market*), yaitu pasar modal yang sebagian besar sekuritasnya kurang aktif diperdagangkan maka Indeks Harga Saham Gabungan yang mencakup seluruh saham yang tercatat kurang dapat digunakan sebagai indikator pasar modal. Oleh karena itu pada tanggal 13 Juli 1994 mulai diperkenalkan alternatif indeks yang lain yaitu LQ-45. Indeks ini dibentuk dari 45 saham yang paling aktif diperdagangkan yang selanjutnya dapat digunakan sebagai dasar dalam menentukan *return* (Jogiyanto, 1998). Selain itu saham-saham berkapitalisasi besar akan sangat kuat pengaruhnya, sehingga IHSG kurang mencerminkan pergerakan saham-saham aktif atau *liquid* di pasar sekunder. Alasan lain bahwa populasi yang digunakan tidak semua saham yang *listed* di BEJ, tetapi hanya saham terliquid, kapitalisasi pasar yang tinggi, memiliki frekuensi perdagangan tinggi, memiliki prospek pertumbuhan serta kondisi keuangan yang cukup baik, tidak fluktuatif dan secara obyektif telah diseleksi oleh BEJ dan merupakan saham yang “aman” dimiliki karena fundamental kinerja saham tersebut bagus. Sehingga dari sisi risiko

kelompok saham LQ-45 memiliki risiko terendah dibanding saham-saham lainnya. Fluktuasi harga pada kelompok saham LQ-45 cenderung “smooth” menjadikan *return* dan *capital gain* tidak setinggi pada kelompok saham yang mengalami fluktuasi harga signifikan. Karakteristik saham LQ-45 dapat mewakili kinerja portofolio saham, dimana penilaian kinerja portofolio dilihat dari dua sisi yaitu hasil dan risiko (Husnan, 1998).

Dalam berinvestasi, investor memiliki berbagai pilihan yaitu membentuk portofolio yang berisi saham-saham unggulan (diwakili oleh saham-saham LQ-45) dengan harapan mendapatkan *return* yang cukup tinggi dengan risiko yang minimal, atau pun menyerahkan keputusan untuk berinvestasi kepada Manajer Investasi yang akan membentuk portofolio sendiri dalam bentuk investasi Reksa Dana. Penelitian ini ingin membandingkan *return* dan risiko yang dihasilkan oleh portofolio saham-saham LQ-45 yang dibentuk dengan menggunakan Single Index Model dengan *return* dan risiko Reksa Dana Saham. Penelitian yang dilakukan oleh Bawazier dan Sitanggang (1994) menggunakan analisis fundamental dalam memilih saham-saham yang akan dijadikan kandidat dalam portofolio. Sartono dan Zulaihati (1998) menggunakan indeks LQ-45 sehingga proksi pembentukan portofolio yang optimal dengan menggunakan Single Index Model. Penelitian terhadap *return* dan risiko Reksa Dana Saham dengan *return* dan risiko portofolio saham LQ-45 yang dibentuk dengan Single Index Model dilakukan oleh Manupassa (2001) dimana periode penelitiannya adalah Oktober 1998 hingga April 2000. Hasil penelitian ini adalah tidak adanya perbedaan *return* namun ada perbedaan risiko (melalui uji-t). Sedangkan melalui indeks Sharpe untuk

mengukur kinerja antara portofolio saham LQ-45 dengan Reksa Dana Saham, ternyata Reksa Dana Saham memiliki indeks Sharpe yang lebih tinggi daripada portofolio saham LQ-45. Penelitian dalam tesis ini juga menggunakan saham-saham yang termasuk dalam saham LQ-45 yaitu yang diumumkan periode Februari 2002 hingga Februari 2004.

Dalam penelitian ini dipilih produk Reksa Dana KIK (Kontrak Investasi Kolektif) dalam bentuk Reksa Dana Saham. Reksa Dana Saham pada dasarnya adalah portofolio dari berbagai instrumen investasi (80% dalam instrumen saham) yang dibentuk oleh Manajer Investasi. Karena Reksa Dana Saham pada dasarnya merupakan portofolio saham juga, maka hasilnya dapat dibandingkan dengan portofolio saham LQ-45 yang juga merupakan portofolio saham yang dapat dibentuk sendiri oleh investor. Sedangkan alasan mengapa menggunakan saham-saham LQ-45 telah dikemukakan di atas. Penelitian ini hendak membandingkan *return* dan risiko dari 22 Reksa Dana Saham dengan hasil *return* dan risiko dari portofolio saham LQ-45 yang dibentuk dengan menggunakan *Single Index Model* (Elton dan Gruber, 1995). Model ini dipilih karena dapat secara sederhana membentuk peringkat saham dalam batas efisien/optimal. Model ini pada dasarnya membentuk portofolio dari saham-saham yang memiliki nilai *Excess Return to Beta* (ERB) yang lebih besar dari *Cut-off Rate*-nya (nilai C_i).

Mengingat pergerakan dunia pasar modal di Indonesia yang cukup dinamis, masih terbuka peluang untuk meneliti perkembangan Reksa Dana di Indonesia terutama Reksa Dana Saham. Analisis dilakukan dengan membandingkan *return* dan risiko Reksa Dana Saham dengan *return* dan risiko

portofolio saham LQ-45 yang optimal yang dibentuk dengan Single Index Model, serta untuk melengkapi dan meneruskan penelitian sebelumnya. Periode pengamatan dalam penelitian ini dilakukan dalam kurun waktu 24 bulan mulai Februari 2002 hingga Februari 2004.

1.2 Perumusan masalah

Dari latar belakang yang ada, maka dapat dirumuskan permasalahan dalam penelitian ini sebagai berikut: Dalam berinvestasi, investor memiliki berbagai pilihan yaitu membentuk portofolio yang berisi saham-saham unggulan (diwakili oleh saham-saham LQ-45) dengan harapan mendapatkan *return* yang cukup tinggi dengan risiko yang minimal, atau pun menyerahkan keputusan untuk berinvestasi kepada Manajer Investasi yang akan membentuk portofolio sendiri dalam bentuk investasi Reksa Dana. Selanjutnya, jika investasi yang dipilih adalah melalui Reksa Dana Saham, maka produk Reksa Dana Saham mana yang harus dipilih agar menghasilkan *return* yang maksimal tanpa mengabaikan faktor risikonya.

Reksa Dana pada saat ini telah menjadi salahsatu alternatif investasi yang diminati, bahkan lebih diminati daripada deposito mengingat rendahnya sukubunga yang ditawarkan. Tingkat keuntungan yang ditawarkan Reksa Dana kadang menyesatkan investor, pada September 2003 jumlah dana yang berputar di Reksa Dana mencapai pencapaian tertinggi sebesar Rp 85.374.461.340.000,- namun pada Desember 2003, setelah mengalami berbagai masalah, dana yang dikelola reksa Dana mengalami penurunan drastis sebesar hingga hanya menjadi sebesar Rp 69.455.219.810.000,- atau berkurang sebesar Rp 15.919.241.530.000

(Dorimulu & Darmawan, 2003). *Redemption* besar-besaran yang dilakukan oleh para Investor ini terutama disebabkan oleh penurunan Nilai Aktiva Bersih (NAB) Reksa Dana, Investor merasa dirugikan oleh Manajer Investasi Reksa Dana akibat dari penurunan nilai NAB tersebut. Investor kurang menyadari bahwa dalam setiap investasi selalu terdapat unsur risiko, seringkali Investor hanya percaya kepada kemampuan Manajer Investasi tanpa menduga bahwa risiko tetap ada. Kemampuan Manajer Investasi dalam mengelola portofolio investasinya sangat menentukan kinerja Reksa Dana. Reksa Dana akan menghasilkan *return* yang cukup tinggi bila dikelola dengan baik oleh Manajer Investasi yang cukup berpengalaman dan memiliki naluri bisnis. Bila memiliki *return* yang tinggi, Reksa Dana akan diminati oleh para investor, namun karena Reksa Dana juga memiliki faktor risiko maka *return* yang dihasilkan oleh Reksa Dana harus lebih tinggi daripada alternatif instrumen investasi *riskfree* (deposito).

Pilihan investor akan sangat menentukan nasib investasi yang akan dilakukannya, haruskah investor mempercayakan investasinya kepada manajer Investasi ataukah melakukan investasi secara mandiri. Tindakan melakukan portofolio / diversifikasi saham bertujuan mengurangi risiko tidak sistematisnya saja sedangkan perilaku investor diasumsikan menghindari risiko (*risk averter*). Pertanyaan yang muncul adalah: Berapakah nilai *return* dan risiko portofolio saham LQ – 45 yang optimal (dari hasil bentukan Single Index Model) tersebut? Berapakah nilai *return* dan risiko produk-produk Reksa Dana dan bagaimanakah susunan peringkat produk Reksa Dana tersebut agar dapat ditentukan produk Reksa Dana Saham yang berpotensi memberi hasil *return* yang optimal?

Bagaimanakah hasil perbandingan *return* portofolio saham LQ – 45 yang optimal dengan *return* Reksa Dana? Melalui pertanyaan di atas dapat diambil kesimpulan produk investasi manakah yang lebih menguntungkan selama periode penelitian.

1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian

Bagi para peneliti maupun praktisi, pemahaman tentang karakteristik dan kemampuan Instrumen Reksa Dana adalah penting karena dengan mengetahui kemampuan jenis Reksa Dana tertentu maka investor akan lebih memiliki pegangan dalam mengambil keputusan. Hasil penelitian yang berkaitan dengan perbandingan kinerja Reksa Dana dengan instrumen investasi lainnya akan mempengaruhi investor dalam memilih instrumen yang dianggap paling menguntungkan. Maka tujuan penelitian ini adalah:

1. Menentukan *return* dan risiko portofolio saham LQ-45 optimal yang dibentuk dengan Single Index Model.
2. Menentukan *return* dan risiko Reksa Dana Saham serta menyusun peringkat produk Reksa Dana Saham untuk menentukan produk Reksa Dana Saham yang berpotensi memberi hasil *return* yang optimal.
3. Membandingkan *return* dan risiko Portofolio saham LQ-45 optimal yang dibentuk dengan Single Index Model dengan *return* dan risiko yang diperoleh lewat Reksa Dana Saham
4. Menentukan jenis investasi mana yang paling menguntungkan berdasarkan analisis kinerja selama periode penelitian.

Sedangkan kegunaan dari penelitian ini adalah:

1. Sebagai bahan acuan/penuntun serta rambu-rambu bagi investor yang akan melakukan investasi di Reksa Dana Saham dan pada Pasar Modal (BEJ).
2. Menambah pemahaman investor baik investor lembaga maupun investor individu dalam hal pengambilan keputusan investasi agar dapat berinvestasi secara sehat dan rasional.

BAB II

TELAAH PUSTAKA & KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS

2.1 Telaah Pustaka

2.1.1 Teori tentang Reksa Dana

Reksa Dana merupakan bagian dari instrumen pasar modal yang sering disebut Perusahaan Investasi. Perusahaan Investasi menurut Sharpe, et.al (1995) adalah suatu jenis perusahaan perantara keuangan. Perusahaan ini memperoleh modal/dana dari para investor dan menggunakannya untuk membeli aset finansial seperti saham dan obligasi. Sebagai imbalannya, investor menerima hak-hak tertentu dari aset finansial yang dibeli perusahaan investasi dan juga pendapatan yang dihasilkan dari aset tersebut. Pada situasi yang paling sederhana dan umumnya, Perusahaan Investasi hanya memiliki satu jenis investor yaitu pemegang saham. Pemegang saham ini memiliki Perusahaan Investasi secara langsung, jadi secara tidak langsung juga memiliki aset finansial yang dimiliki oleh Perusahaan Investasi.

Menurut Fabozzi (1995) terdapat beberapa keuntungan dari keberadaan perusahaan investasi bagi investor yaitu : Investor yang memiliki dana terbatas dapat memperoleh diversifikasi portofolio yang lebih luas, selain itu Investor akan memperoleh pelayanan profesional dari manajer investasi dengan biaya yang lebih rendah dibandingkan menyewa manajer investasi secara langsung. Sedangkan yang disebut dengan manajer investasi dalam Reksa Dana adalah pihak / orang

yang bertugas mengelola dana milik para investor yang terdapat dalam Perusahaan Investasi / Reksa Dana. Undang-undang nomor 8 tahun 1995 tentang pasar modal mendefinisikan Manajer Investasi adalah pihak yang kegiatan usahanya mengelola portofolio efek untuk para nasabah, kecuali perusahaan asuransi, dana pensiun dan bank yang melakukan sendiri kegiatan usahanya berdasarkan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

2.1.1.1 Bentuk Reksa Dana

Pelaksanaan Reksa Dana di Indonesia diatur oleh Bapepam yang menetapkan pelaksanaan Reksa Dana dalam 2 bentuk yaitu : Perseroan dan Kontrak Investasi Kolektif (KIK). Reksa Dana bentuk Perseroan mencatatkan sahamnya di bursa dan diperjualbelikan di pasar sekunder. Sedangkan pada bentuk Kontrak Investasi Kolektif, saham tidak didaftarkan di bursa maupun diperdagangkan di pasar sekunder. Sehingga pengikutsertaan modal pada Reksa Dana jenis ini lebih sering disebut Unit Penyertaan, bukan berbentuk saham. Penjualan dan pembelian kembali setiap Unit Penyertaan dilakukan oleh Manajer Investasi melalui Bank Kustodian. Pemerintah mengesahkan Reksa Dana melalui UU nomor 8 tahun 1995 tentang pasar modal, pada bab I, pasal 1, ayat 27, dengan pengertian bahwa Reksa Dana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam potofolio efek oleh Manajer Investasi.

2.1.1.2 Sifat Reksa Dana

Sedangkan sifat-sifat Reksa Dana adalah sebagai berikut : sebagian besar Reksa Dana adalah Reksa Dana Terbuka (*open-end*), artinya perusahaan investasi menjual sebanyak mungkin Reksa Dana yang diinginkan investor. Disaat modal / uang masuk, dana itu berkembang, namun jika para investor menjual, jumlah Reksa Dana yang dikeluarkan menurun. Pada saat tertentu, Reksa Dana Terbuka menutup diri dari investor baru jika Reksa Dana tersebut telah berkembang menjadi terlalu besar untuk dikelola secara efektif, walaupun pemegang Reksa Dana pada saat ini dapat terus menerus menginvestasikan uangnya. Ketika suatu dana ditutup dengan cara ini, maka perusahaan investasi tersebut seringkali menciptakan dana yang sama untuk mengkapitalisasi minat investor. Reksa Dana Terbuka secara berkesinambungan siap menjual saham baru kepada masyarakat dan menarik kembali saham tersebut/yang telah beredar jika diminta pada harga yang sesuai dengan nilai portofolionya, yang dihitung setiap akhir perdagangan setiap harinya. Harga saham Reksa Dana dihitung berdasarkan nilai aktiva bersih (NAB) per lembar saham, yang diperoleh dengan jalan mengurangi nilai pasar portofolio dengan kewajiban dan membaginya dengan jumlah lembar saham yang beredar.

Saham Reksa Dana ditawarkan secara langsung oleh perusahaan-perusahaan investasi atau melalui pialang sebagai wakilnya. Harga saham ditawarkan berdasarkan harga penawaran-permintaan. Harga Penawaran adalah harga dimana perusahaan investasi akan menjual sahamnya. Harga

ini sama dengan NAB per lembar saham ditambah setiap komisi penjualan yang dikenakan oleh perusahaan investasi. Komisi penjualan dapat juga disebut sebagai dana beban (*load fund*). Produk Reksa Dana yang tidak dikenai komisi penjualan disebut dana tanpa beban (*no load fund*), pada Reksa Dana jenis ini, harga penawaran adalah sama dengan NAB per lembar saham. Perusahaan investasi tanpa beban bersaing langsung dengan perusahaan investasi beban dan menarik investor yang keberatan membayar komisi (terutama karena tidak adanya bukti empiris yang menunjukkan bahwa Reksa Dana beban memiliki kinerja yang lebih baik daripada Reksa Dana tanpa beban). Daya tarik relatif dana tanpa beban mendorong banyak perusahaan investasi untuk mengubah statusnya menjadi perusahaan investasi yang tidak menarik komisi (*no load fund*). Menurut Achsien dalam Dorimulu & Darmawan (2003), *fee* atau biaya penanganan Reksa Dana berkisar antara 0,5 % hingga 2,0 % dari total transaksi.

Berlawanan dengan Reksa Dana Terbuka, perusahaan investasi tertutup juga menjual saham namun biasanya tidak menarik kembali saham tersebut di kemudian hari. Saham perusahaan investasi jenis ini dijual baik pada bursa efek maupun pasar saham tidak resmi. Investor yang ingin membeli saham perusahaan investasi tertutup harus membayar komisi pialang pada waktu pembelian dan pada waktu penjualan. Harga saham perusahaan investasi tertutup dapat berada dibawah atau diatas harga NAB per lembar sahamnya. Saham yang dijual di bawah harga NAB

disebut dengan '*diperdagangkan dengan diskonto*', sedangkan saham yang dijual di atas NAB disebut dengan '*diperdagangkan pada premi*'. Menurut Weiss (1989) ciri menarik dari perusahaan investasi tertutup adalah investor awal menanggung biaya pertanggungjawaban penerbitan saham perusahaan investasi. Hasil yang harus dikelola oleh manajer investasi pembayaran total oleh pembeli saham awal dikurangi seluruh biaya penerbitan.

2.1.1.3 Jenis-jenis Reksa Dana

Reksa Dana di Indonesia memiliki beberapa jenis seperti yang disebutkan oleh Pratomo dan Nugraha (2002), yaitu sesuai dengan peraturan Bapepam, Reksa Dana dibedakan dalam empat kategori sebagai berikut :

a. Reksa Dana Pasar Uang

Yaitu Reksa Dana yang 100% investasinya dilakukan pada efek pasar uang. Efek Pasar uang didefinisikan sebagai efek-efek hutang yang berjangka kurang dari satu tahun. Secara umum, instrumen atau efek yang masuk dalam kategori ini meliputi deposito, SBI, obligasi serta efek hutang lainnya dengan jatuh tempo kurang dari satu tahun. Reksa Dana Pasar Uang merupakan Reksa Dana dengan tingkat risiko paling rendah. Namun di lain pihak, potensi keuntungan Reksa Dana kategori ini juga terbatas. Hasil investasi Reksa Dana Pasar Uang umumnya sangat mirip

dengan tingkat suku bunga deposito, karena hampir sebagian besar portofolio investasi Reksa Dana Pasar Uang terdiri dari deposito.

b. Reksa Dana Pendapatan Tetap

Yaitu Reksa Dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari portofolio yang dikelolanya ke dalam efek bersifat hutang. Efek bersifat hutang umumnya memberikan penghasilan dalam bentuk bunga, seperti deposito, SBI, obligasi dan instrumen lainnya. Umumnya Reksa Dana kategori ini memanfaatkan instrumen obligasi sebagai bagian terbesar investasinya. Reksa Dana jenis ini sangat menarik bagi investor individu maupun institusi seperti asuransi dan bank, karena investasi Reksa Dana kategori ini pada obligasi tidak dikenakan pajak atas kupon bunga yang diterimanya. Jika investor individu maupun perusahaan asuransi berinvestasi langsung ke obligasi, maka atas penghasilan yang diterima dari kupon bunga dikenakan pajak final sebesar 15 %, sementara bank terkena pajak dengan tarif umum. Hal inilah yang membuat Reksa Dana jenis ini sempat menjadi primadona pada saat sebelum krisis, dimana kira-kira 50-60% Dana yang terkumpul dari Reksa Dana merupakan Reksa Dana jenis ini.

c. Reksa Dana Saham

Yaitu Reksa Dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari portofolio yang dikelolanya ke dalam efek bersifat ekuitas (saham). Berbeda dengan efek pendapatan tetap seperti deposito dan obligasi, di mana investor lebih berorientasi pada pendapatan bunga efek

saham umumnya memberikan potensi hasil yang lebih tinggi berupa *capital gain* melalui pertumbuhan harga-harga saham. Selain hasil dari *capital gain*, efek saham juga memberikan hasil lain berupa dividen. Di Indonesia hanya sebagian kecil investor yang sudah melakukan investasi pada saham di pasar modal secara langsung. Adapun kendala utama yang dihadapi investor antara lain adalah terbatasnya dana untuk melakukan diversifikasi, serta terbatasnya waktu untuk terus memonitor kondisi pasar. Reksa Dana jenis inilah yang akan dianalisis dalam penelitian ini.

d. Reksa Dana Campuran

Yaitu Reksa Dana yang dapat melakukan investasi baik pada efek hutang maupun ekuitas dan porsi alokasi yang lebih fleksibel. Reksa Dana Campuran adalah Reksa Dana yang melakukan investasi dalam efek ekuitas dan efek hutang yang perbandingannya (alokasi) tidak termasuk dalam kategori ketiga jenis Reksa Dana lainnya yang telah disebutkan di muka. Reksa Dana Campuran dapat berorientasi ke saham, obligasi atau bahkan ke pasar uang. Dari sisi pengelolaan investasinya, fleksibilitas ini dapat dimanfaatkan untuk berpindah-pindah dari saham ke obligasi, atau deposito, atau sebaliknya tergantung dengan kondisi pasar dengan melakukan aktivitas *trading*, atau sering juga disebut usaha melakukan *market timing*. *Market Timing* memang merupakan salah satu usaha untuk meningkatkan hasil investasi dan / atau menurunkan resiko. Dari sisi investor, Reksa Dana Campuran dapat pula menjadi alternatif bagi investor yang menghendaki suatu komposisi investasi yang terdiri dari sekaligus

efek ekuitas (saham) dan efek hutang (deposito / obligasi), dengan komposisi tertentu.

2.1.1.4 Manfaat Reksa Dana

Disamping berbagai kemudahan yang dimiliki Reksa Dana, terdapat beberapa keuntungan berinvestasi dalam Reksa Dana yaitu :

1. Diversifikasi Investasi dan Penyebaran Risiko

Besarnya dana yang dikelola oleh Reksa Dana memungkinkan pengelola untuk melakukan diversifikasi investasinya ke berbagai jenis efek (saham, obligasi, pasar uang, dan sebagainya) tidak tergantung pada satu atau beberapa instrumen saja sehingga risiko dapat disebarkan secara efektif. Manajer investasi yang berpengalaman akan melihat peluang investasi yang ada, melakukan analisis berdasarkan data yang ada, mempertimbangkan risiko yang ada dengan seksama sehingga memperkecil kemungkinan kegagalan. Manajer investasi yang baik akan mampu melihat sektor-sektor industri lainnya yang dapat memberikan keuntungan terbaik.

2. Biaya Rendah

Biaya yang dikeluarkan oleh investor atas jasa yang dilakukan oleh Manajer Investasi dalam mengurus kegiatan investasinya adalah relatif kecil karena biaya yang muncul ditanggung bersama para investor lainnya yang juga berinvestasi di Reksa Dana. Selain itu pengelolaan secara profesional akan membutuhkan biaya yang efisien.

3. Harga

Reksa Dana tidak begitu terpengaruh dengan harga-harga saham di bursa. Apabila harga saham di bursa mengalami penurunan secara umum, maka Manajer Investasi akan mencari instrumen investasi lain misalnya Pasar Uang yang masih menguntungkan. Sehingga tujuan investasi yaitu memperoleh keuntungan tetap terjaga.

4. Dapat Rutin Dimonitor

Perkembangan harga saham Reksa Dana dapat dimonitor secara rutin oleh pemilik. Setiap hari perusahaan investasi yang mengelola Reksa Dana akan mengumumkan Nilai Aktiva Bersih (NAB) atau *Net Asset Value* (NAV) melalui media massa.

5. Likuiditas Terjamin

Berbeda dengan saham perusahaan biasa, saham Reksa Dana Terbuka sangat likuid. Apabila investor ingin menjual sahamnya maka perusahaan Reksa Dana atau Manajer Investasi yang bersangkutan wajib membeli sahamnya kembali pada harga NAV pada hari tersebut. Hal ini tidak terjadi pada saham perusahaan biasa yang sangat tergantung pada penawaran dan permintaan pasar.

6. Pengelolaan Portofolio yang Profesional

Kemampuan investor secara umum sangat terbatas dalam mengakses informasi pasar selain itu kurangnya pengalaman dan kemampuan untuk menganalisa fenomena pasar membuat keberadaan Manajer Investasi menjadi penting. Kemampuan, pengalaman serta naluri bisnis dalam

mencermati setiap perubahan yang terjadi membuat keputusan Manajer Investasi relatif lebih akurat.

7. Kesempatan Berinvestasi

Pasar Modal selama ini masih dianggap sebagai lahan investasi bagi pemilik modal besar atau bagi yang memiliki akses info yang baik. Melalui Reksa Dana, investor dengan dana yang terbatas juga mendapat kesempatan untuk ikut serta melakukan investasi.

2.1.2 Konsep *Return* dan Risiko

Tujuan dari Investasi adalah mendapatkan *return* yang maksimal serta menghadapi risiko yang ada. *Return* merupakan salah satu faktor membuat investor termotivasi untuk terus berinvestasi dan sekaligus sebagai imbalan atas segala keberanian dalam berinvestasi dan menanggung risiko. Hubungan antara *Return* dan risiko yang diharapkan adalah hubungan yang searah atau linier artinya, semakin tinggi risiko yang ditanggung semakin tinggi pula *return* yang mungkin akan diperoleh dari suatu aset, hal ini juga terjadi sebaliknya. Dalam karakteristik suatu investasi, terdapat suatu aset investasi tertentu dimana terdapat *return* yang tetap (biasanya cenderung kecil) namun bebas risiko, titik ini disebut titik *risk free*.

Sumber-sumber *return* dari investasi terdiri dari dua komponen utama, yaitu *yield* dan *capital gain/loss*. *Yield* merupakan komponen *return* yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh suatu investasi secara periodik. Dalam instrumen saham kita mengenalnya sebagai deviden. Sedangkan

capital gain / loss merupakan kenaikan / penurunan nilai dari suatu surat berharga. Dalam hal ini *yield* hanya akan berupa angka nol atau positif (+). Sedangkan *capital gain / loss* dapat berupa minus (-), angka nol dan positif (+). Menurut Ang (1997), *return* adalah tingkat keuntungan yang diminati oleh pemodal atas suatu investasi. *Return* dapat berupa *Realized Return* (*Return* realisasi) yaitu *return* yang sudah terjadi, atau *expected return* (*return* ekspektasi) yaitu *return* yang belum terjadi tetapi yang diharapkan terjadi di masa mendatang. *Return* realisasi merupakan *return* yang telah terjadi, yang dihitung berdasarkan data historis dan dapat digunakan sebagai dasar penentu *return* ekspektasi dan risiko di masa datang. (Daniel, 2003)

Disamping *return*, investor juga perlu mempertimbangkan tingkat risiko dari suatu investasi sebagai dasar pengambilan keputusan. Risiko merupakan kemungkinan perbedaan antara *return* aktual yang diterima dengan *return* yang diharapkan. Semakin besar kemungkinan perbedaannya, berarti semakin besar risiko investasi tersebut. Ada beberapa sumber risiko yang dapat mempengaruhi besar-kecilnya suatu investasi, menurut Achsien (2000), beberapa risiko dalam Reksa Dana adalah :

1. Risiko Politik dan Ekonomi

Kebijakan dan peraturan perundangan yang menyangkut perekonomian akan berpengaruh pada kinerja bursa dan perusahaan. Sehingga harga sekuritas akan terpengaruh dan dapat mengubah kebijakan portofolio Reksa Dana.

2. Risiko Pasar

Risiko Pasar diakibatkan oleh fluktuasi nilai sekuritas di pasar efek sesuai dengan kondisi ekonomi secara umum. Portofolio yang terdiri dari efek-efek pasar saham, obligasi dan surat berharga lainnya akan sangat tergantung pada fluktuasi nilai pasar tersebut dan berpengaruh langsung pada nilai bersih portofolio.

3. Risiko Inflasi

Adanya inflasi akan menurunkan *total real return* investasi. Pendapatan yang diterima dari hasil investasi di Reksa Dana mungkin malah tidak dapat menutup kerugian karena menurunnya daya beli.

4. Risiko Nilai Tukar

Risiko ini dapat terjadi jika terdapat sekuritas luar negeri dalam portofolio yang dimiliki. Pergerakan nilai tukar akan mempengaruhi nilai sekuritas yang termasuk *foreign investment* setelah dilakukan konversi dalam mata uang domestik.

5. Risiko Spesifik

Risiko ini merupakan risiko dari setiap sekuritas yang dimiliki. Setiap sekuritas mempunyai risikonya sendiri, nilai saham suatu perusahaan dipengaruhi oleh kinerjanya yang direfleksikan pada harga saham.

6. Risiko Menurunnya Nilai Unit Penyertaan

Nilai unit penyertaan dinyatakan dengan *Net Asset Value* (NAV) yang dipengaruhi oleh fluktuasi efek-efek dalam susunan portofolio. Hal ini berkaitan dengan kemampuan pengelola Reksa Dana. Risiko ini disebut

juga risiko spesifik perusahaan manajemen investasi akibat dari kinerja yang buruk.

7. Risiko Likuiditas

Apabila terjadi penjualan kembali (*redemption*) sebagian besar unit penyertaan pemilik kepada manajer investasi secara bersamaan akan menyulitkan perusahaan investasi dalam menyediakan dana untuk pembayaran secara cepat. Risiko ini disebut juga *Redemption effect*.

Disamping risiko-risiko di atas, dalam manajemen investasi modern juga dikenal pembagian risiko total investor ke dalam dua jenis risiko, yaitu risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Risiko sistematis atau lebih dikenal sebagai risiko pasar (*general risk*) merupakan risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Perubahan pasar tersebut akan mempengaruhi variabilitas *return* suatu investasi. Sedangkan risiko tidak sistematis atau risiko spesifik (risiko perusahaan) adalah risiko yang tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan. Risiko ini lebih terkait pada perubahan kondisi mikro perusahaan sekuritas. Dalam manajemen portofolio disebutkan bahwa risiko perusahaan dapat diminimalkan dengan melakukan diversifikasi investasi.

2.1.3 Diversifikasi Risiko dan Memilih Portofolio Optimal

Investor umumnya tidak menyukai risiko (*risk averse*) sehingga perlu melakukan diversifikasi risiko untuk menyebarkan risiko investasi, hal ini sesuai dengan asumsi Van Horne (1997) tentang teori portofolio. Selain itu pepatah

klasik menyatakan : “Jangan tempatkan semua telurmu dalam satu keranjang” yang berarti jangan menempatkan semua investasi pada satu tempat sehingga bila gagal masih ada simpanan di tempat lain. Portofolio yang efisien didefinisikan sebagai portofolio yang memberikan *return* ekspektasi terbesar dengan risiko tertentu atau memberikan risiko terkecil dengan *return* ekspektasi tertentu. Investor yang rasional akan memilih portofolio yang efisien karena merupakan portofolio yang dituntut dengan mengoptimalkan satu atau dua dimensi yaitu *return* ekspektasi dan risiko portofolio. Untuk menentukan portofolio optimal, mula-mula harus menentukan portofolio yang efisien (Tandelilin, 2001). Seorang investor akan menginvestasikan Dananya dengan memiliki portofolio efisien yang memberikan *return* maksimal dengan risiko tertentu atau *return* tertentu dengan risiko minimal. Untuk menghindari risiko investor melakukan strategi diversifikasi investasi yang dinilai efisien.

Salah satu cara lain yang paling sederhana untuk mengurangi risiko adalah dengan diversifikasi random yaitu dengan cara investor menginvestasikan dana yang dimilikinya secara acak pada berbagai jenis aset dan beberapa varians *return* sehingga ukuran portofolio tersebut akan bisa diturunkan. Investor beranggapan semakin banyak jenis aset yang dimasukkan dalam portofolio tanpa memperhatikan karakteristik aset-aset yang bersangkutan. Dengan asumsi semakin banyak jenis aset yang dimasukkan dalam portofolio, semakin banyak pengurangan risiko yang diperoleh.

Menurut Saphiro (1999, dalam Teguh 2001) portofolio optimal dibentuk atas dasar pengurangan risiko akan memiliki tiga alternatif yaitu : Pertama,

Investasi yang memiliki *return* yang sama namun dengan risiko yang rendah; Kedua, Investasi dengan risiko yang sama namun dengan *return* yang tinggi; atau yang Ketiga, *return* yang lebih tinggi tetapi dengan risiko yang lebih rendah. Oleh karena itu penentuan portofolio yang efisien tidak terlepas dari perhitungan matematis unsur *return* dan risiko.

Dalam upaya membentuk portofolio saham yang optimal, beberapa model dapat digunakan. Model Markowitz adalah salah satu model tersebut, model ini menyusun portofolio saham dari saham-saham yang terletak di permukaan yang efisien (*efficient frontier*), yang dimaksud disini adalah permukaan dari kurva yang terbentuk pada sumbu dua dimensi *Return* Portofolio (R_p) dan Risiko Portofolio (σ_p) dari berbagai alternatif investasi yang ada. Namun dalam penyusunan portofolio melalui model Markowitz dibutuhkan banyak data, prosedur yang rumit dan sulit serta membutuhkan waktu yang lebih panjang. Model ini juga tidak memberikan cara untuk menghitung proporsi dana dari masing-masing anggotanya, hal ini cukup menyulitkan bagi pengguna model untuk menyusun sebuah portofolio yang optimal.

Single Index Model atau Model Indeks Tunggal adalah model lain yang dapat dipergunakan dalam pembentukan portofolio yang optimal, model ini dikemukakan oleh Willian Sharpe (1963), Elton & Gruber (1995). Model ini merupakan penyederhanaan dari Model Markowitz di atas. Kelebihan dari Single Index Model ini adalah input yang diperlukan lebih sedikit selain itu perhitungan yang dilakukan jauh lebih sederhana, proporsi investasi dari anggaran portofolio pun sudah dapat ditentukan. Single Index Model mengasumsikan bahwa

pergerakan antar saham individu ini dikarenakan satu pengaruh / karena indeks tunggal (Jogiyanto,1998). Model ini berasumsi bahwa *return* sekuritas berdasarkan hanya melalui respon umum terhadap pasar. Hal ini bisa dijelaskan dengan pengamatan sekilas terhadap saham-saham individu yang naik harganya ketika indeks pasar naik dan sebaliknya. Asumsi ini memiliki implikasi terhadap jumlah input untuk melakukan analisis portofolio yaitu jumlah input yang diperlukan menjadi lebih sedikit.

Suatu lembaga investasi yang memantau 100-200 saham dengan menggunakan asumsi Single Index Model dengan rumus $[2n + 1]$ hanya akan membutuhkan 201-401 input saja, namun bila menggunakan model Markowitz dengan rumus $\{ n [n-1] / 2 \}$ akan dibutuhkan input sebanyak 4950 hingga 19900 input (dalam kedua rumus ini n adalah jumlah sekuritas yang diamati). Jumlah input yang lebih sedikit menyebabkan proses analisis menjadi lebih sederhana tanpa mengurangi kesahihan outputnya. Karena itulah maka Single Index Model menjadi model yang lebih banyak digunakan dibanding model analisis lainnya.

Pengguna Single Index Model tetap memerlukan sejumlah prosedur perhitungan dari sejumlah data sebagai input tentang struktur portofolionya. Untuk menambah keakuratan model maka yang digunakan adalah data “kismis dari saku” anggota LQ-45. Saham yang termasuk dalam kelompok LQ-45 merupakan saham-saham yang aktif diperdagangkan dan memiliki nilai kapitalisasi pasar terbesar (Agus S dan Sri Z, 1998). Masing-masing saham LQ-45 dicari tingkat *return*-nya, tingkat *return* dapat dilihat melalui tingginya deviden yang dibagikan dan *capital gain* saham dalam beberapa periode pengamatan.

Setelah itu dicari koefisien beta masing-masing saham. koefisien beta saham mencerminkan tingkat risiko masing-masing saham. Pattenigill (1995) dalam penelitiannya telah membuktikan bahwa penggunaan *beta* adalah yang paling efisien dalam mengukur risiko sistematis dalam berinvestasi. Setelah diketahui tingkat *return* saham dan koefisien *beta* maka dapat ditentukan *Excess Return to Beta* (ERB) yang mencerminkan tingkat keuntungan yang mungkin dapat dicapai. Langkah selanjutnya untuk mendapatkan portofolio kuat diperoleh dengan membandingkan antara ERB dengan *Cut Off Rate* (C_i). ERB merupakan kelebihan *return* diterima suatu saham atau *return* dari *risk free asset* dibandingkan dengan sensitifitas *return* saham terhadap *return* pasar. C_i merupakan perbandingan varian *return* pasar dengan sensitivitas *return* saham individu terhadap variabel *error* saham. Saham yang memiliki ERB lebih besar dari C_i dijadikan kandidat portofolio, sebaliknya bila C_i lebih besar daripada ERB maka tidak dimasukkan dalam portofolio.

2.1.4 Kinerja Reksa Dana

2.1.4.1 Pengukuran *Return* Reksa Dana

Asumsi dasar yang harus dipenuhi dalam konsep investasi adalah investor bersifat rasional artinya investor akan menginvestasikan Dananya dengan harapan tingkat *return* yang tinggi dan dengan risiko yang minimal. Dengan demikian bila Investor dihadapkan pada 2 pilihan investasi dengan risiko yang sama tentu investor akan memilih *return* yang lebih tinggi dan apabila *return* yang sama pasti akan memilih *return* yang

sama, pasti akan memilih investasi yang berisiko minimal. Teori portofolio didasarkan pada pengamatan bahwa para pemodal di bursa melakukan diversifikasi dengan membentuk portofolio untuk memperkecil risiko.

Return Reksa Dana dapat berasal dari pendapatan dividen dan pembagian *capital gain*. Dividen merupakan bagian laba yang diberikan manajemen investasi selaku pengelola dana kepada pemegang unit penyertaan yang disebut dengan Nilai Aktiva Bersih (NAB) yaitu : Nilai pasar yang wajar dari suatu efek dan kekayaan lain dari Reksa Dana dikurangi seluruh seluruh kewajibannya. Sedangkan *capital gain / loss* adalah hasil pengembalian yang diperoleh para pemegang unit penyertaan yang berasal dari perubahan Nilai Aktiva Bersih aset-aset yang dipegangnya. Apabila perubahan NAB tersebut positif maka disebut *capital gain* namun apabila negatif disebut *capital loss*.

2.1.4.2 Penilaian Kinerja Portofolio Optimal

Portofolio optimal adalah portofolio yang menghasilkan *return* maksimal pada tingkat risiko tertentu atau *return* tertentu dengan tingkat risiko yang minimal. Berdasarkan teori portofolio, beberapa ukuran kinerja portofolio selalu memasukkan faktor *return* dan risiko dalam perhitungannya. Menurut Pratomo & Nugraha (2002), beberapa teknik pengukuran kinerja portofolio telah memasukkan faktor risiko, yaitu

Indeks Jensen, Indeks Treynor dan Indeks Sharpe. Perhitungan kinerja dengan Metode Sharpe akan digunakan dalam penelitian ini.

Pengukuran dengan Metode Sharpe juga didasarkan pada *Risk Premium* yaitu perbedaan (selisih) antara rata-rata kinerja yang dihasilkan oleh Reksa Dana dengan rata-rata kinerja investasi bebas risiko yang diasumsikan sebagai tingkat bunga rata-rata Suku Bunga SBI. Pengukuran dengan metode Sharpe diformulasikan sebagai berikut :

$$S_{RD} = \frac{\text{Kinerja RD} - \text{Kinerja RF}}{\sigma}$$

Keterangan:

S_{RD} : Nilai Rasio Sharpe

Kinerja $_{RD}$: Rata-rata kinerja Reksa Dana sub-periode tertentu

Kinerja $_{RF}$: Rata-rata kinerja Investasi *RiskFree* sub-periode tertentu

σ : Standar Deviasi Reksa Dana pada sub periode tertentu

Standar Deviasi merupakan hasil fluktuasi Reksa Dana yang dihasilkan karena berubahnya laba yang dihasilkan dari sub periode ke sub periode lainnya selama periode tertentu. Dalam teori portofolio Standar Deviasi merupakan risiko total yang terdiri dari risiko pasar (*systematic / market risk*) dan *unsystematic risk*. Investasi pada SBI tidak mengandung risiko dengan kinerja investasi tertentu. Sebaliknya investasi pada Reksa Dana mengandung risiko, sehingga diharapkan memberikan hasil investasi lebih besar daripada kinerja investasi bebas risiko. Metode Sharpe

mengukur seberapa besar penambahan hasil investasi yang diperoleh (*risk premium*) untuk tiap unit risiko yang diambil. Sehingga Indeks Sharpe dapat digunakan untuk membuat peringkat portofolio berdasarkan kinerjanya. Semakin tinggi indeks Sharpe suatu portofolio dibandingkan portofolio lainnya maka semakin baik kinerja portofolio tersebut.

2.1.5 Kelompok Saham LQ-45

Untuk menambah pemahaman maka perlu ditambahkan pengertian tentang saham LQ-45 adalah indeks yang pertama kali diluncurkan pada tanggal 24 Februari 1997 ini terdiri dari 45 saham dengan likuiditas yang tinggi, diseleksi melalui beberapa kriteria pemilihan yaitu:

1. Masuk dalam urutan 60 terbesar dari total transaksi saham di pasar reguler (rata-rata nilai transaksi selama 12 bulan terakhir).
2. Urutan berdasarkan kapitalisasi pasar (rata-rata nilai kapitalisasi pasar selama 12 bulan terakhir).
3. Telah tercatat di BEJ selama paling sedikit 3 bulan.
4. Kondisi keuangan dan prospek pertumbuhan perusahaan, frekuensi dan jumlah hari transaksi di pasar reguler.

Bursa Efek Jakarta secara rutin memantau perkembangan kinerja komponen saham yang masuk dalam penghitungan Indeks LQ-45. Setiap 3 bulan *review* pergerakan ranking saham akan digunakan dalam kalkulasi Indeks LQ-45, sedangkan pergantian saham akan dilakukan setiap enam bulan sekali, yaitu pada bulan Februari dan Agustus. Apabila terdapat saham yang tidak memenuhi kriteria

seleksi Indeks LQ-45, maka saham tersebut dikeluarkan dari perhitungan indeks dan diganti dengan saham lain yang lebih memenuhi kriteria (Prabawanti, 2003)

Penggunaan saham-saham yang terdapat dalam LQ-45 dianggap lebih menggambarkan pergerakan kondisi pasar dibandingkan IHSG. Menurut Husnan (1995) hal ini dikarenakan IHSG menggunakan pembobotan berdasarkan atas kapitalisasi seluruh saham. Dengan demikian saham-saham yang kurang aktif ikut mempengaruhi IHSG dan sebaliknya saham-saham berkapitalisasi besar akan sangat kuat pengaruhnya.

Penggunaan Saham LQ-45 dalam portofolio yang optimal akan memberikan gambaran saham-saham BEJ dalam kondisi unggul sehingga lebih tepat untuk dikomparasikan dengan *return* dan risiko Reksa Dana Saham. Dalam penelitian ini yang digunakan adalah saham LQ-45 yang secara konsisten termasuk dalam lima (5) kali periode pengumuman (Februari 2002 hingga Februari 2004).

2.1.6. Indeks Harga Saham

Secara sederhana yang dimaksud dengan Indeks Harga adalah suatu angka yang digunakan untuk membandingkan suatu peristiwa dibandingkan dengan suatu peristiwa lainnya. Angka indeks pada dasarnya merupakan suatu angka yang dibuat sedemikian rupa sehingga dapat digunakan untuk melakukan perbandingan antara kegiatan yang sama (produksi, ekspor, hasil penjualan, jumlah uang beredar, dan lain sebagainya) dalam dua waktu yang berbeda (Supranto, 1994).

Demikian juga dengan Indeks Harga Saham, indeks di sini akan membandingkan perubahan harga saham dari waktu ke waktu, apakah suatu harga saham mengalami penurunan atau kenaikan dibandingkan dengan suatu waktu tertentu.

Indeks Harga Saham merupakan indikator utama yang menggambarkan pergerakan harga saham. Indeks Harga Saham merupakan salah satu *leading* indikator bagi perekonomian. Di pasar modal sebuah indeks diharapkan memiliki lima fungsi: (1) sebagai indikator tren pasar, (2) sebagai indikator tingkat keuntungan, (3) sebagai tolak ukur (*benchmark*) kinerja suatu portofolio, (4) memfasilitasi pembentukan portofolio dengan strategi pasif, (5) memfasilitasi berkembangnya produk derivatif.

Ada beberapa macam pendekatan atau metode penghitungan yang digunakan untuk menghitung indeks, yaitu: (1) menghitung rata-rata (*arithmetic mean*) harga saham yang masuk dalam indeks, (2) menghitung (*geometric mean*) dari indeks individual saham yang masuk dalam anggota indeks, (3) menghitung rata-rata tertimbang nilai pasar. Umumnya semua pasar Indeks Harga Saham gabungan (*composite*) menggunakan metode rata-rata tertimbang termasuk di Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Di BEJ terdapat empat jenis indeks, antara lain:

1. Indeks individual, menggunakan Indeks Harga masing-masing saham terhadap harga dasarnya. Indeks Harga Saham Individu hanya menunjukkan perubahan dari suatu harga saham suatu perusahaan. Indeks ini tidak bisa untuk mengukur harga dari suatu saham perusahaan tertentu apakah mengalami

perubahan, kenaikan, atau penurunan. Atau bisa dikatakan bahwa indeks individual saham merupakan suatu nilai yang mempunyai fungsi untuk mengukur kinerja suatu saham tertentu terhadap harga dasarnya.

2. Indeks Harga Saham Sektorial, menggunakan semua saham yang termasuk dalam masing-masing sektor. Di BEJ indeks sektorial terbagi atas sembilan sektor, yaitu: (1) Pertanian, (2) Pertambangan, (3) Industri Dasar dan Kimia, (4) Aneka Industri, (5) Industri Barang Konsumsi, (6) Properti dan Real Estate, (7) Transportasi dan Infrastruktur, (8) Keuangan, dan (9) Perdagangan, jasa dan investasi

3. Indeks LQ-45,

Untuk menambah pemahaman maka perlu ditambahkan pengertian tentang saham LQ-45 adalah indeks yang pertama kali diluncurkan pada tanggal 24 Februari 1997 ini terdiri dari 45 saham dengan likuiditas yang tinggi, diseleksi melalui beberapa kriteria pemilihan yaitu :

- a. Masuk dalam urutan 60 terbesar dari total transaksi saham di pasar reguler (rata-rata nilai transaksi selama 12 bulan terakhir).
- b. Urutan berdasarkan kapitalisasi pasar (rata-rata nilai kapitalisasi pasar selama 12 bulan terakhir).
- c. Telah tercatat di BEJ selama paling sedikit 3 bulan.
- d. Kondisi keuangan dan prospek pertumbuhan perusahaan, frekuensi dan jumlah hari transaksi di pasar reguler.

Bursa Efek Jakarta secara rutin memantau perkembangan kinerja komponen saham yang masuk dalam penghitungan Indeks LQ-45. Setiap 3 bulan *review*

pergerakan ranking saham akan digunakan dalam kalkulasi Indeks LQ-45, sedangkan pergantian saham akan dilakukan setiap enam bulan sekali, yaitu pada bulan Februari dan Agustus. Apabila terdapat saham yang tidak memenuhi kriteria seleksi Indeks LQ-45, maka saham tersebut dikeluarkan dari perhitungan indeks dan diganti dengan saham lain yang lebih memenuhi kriteria (Prabawanti, 2003)

Penggunaan saham-saham yang terdapat dalam LQ-45 dianggap lebih menggambarkan pergerakan kondisi pasar dibandingkan IHSG. Menurut Husnan (1995) hal ini dikarenakan IHSG menggunakan pembobotan berdasarkan atas kapitalisasi seluruh saham. Dengan demikian saham-saham yang kurang aktif ikut mempengaruhi IHSG dan sebaliknya saham-saham berkapitalisasi besar akan sangat kuat pengaruhnya.

Penggunaan Saham LQ-45 dalam portofolio yang optimal akan memberikan gambaran saham-saham BEJ dalam kondisi unggul sehingga lebih tepat untuk dikomparasikan dengan *return* dan risiko Reksa Dana Saham. Dalam penelitian ini yang digunakan adalah saham LQ-45 yang secara konsisten termasuk dalam lima (5) kali periode pengumuman (yaitu Februari 2002 hingga Februari 2004).

3. Indeks Harga Saham Gabungan atau IHSG (*composite share price index*), menggunakan semua saham yang tercatat sebagai komponen penghitungan indeks. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) akan menunjukkan pergerakan harga saham secara umum yang tercatat di bursa efek. Indeks inilah yang paling banyak digunakan dan dipakai sebagai acuan tentang perkembangan

kegiatan di pasar modal. IHSG ini bisa untuk menilai situasi pasar secara umum atau mengukur apakah harga saham mengalami kenaikan atau penurunan. Indeks Harga ini melibatkan seluruh harga saham yang tercatat di bursa.

2.2 Penelitian Terdahulu

Kinerja Reksa Dana yang unggul adalah hal yang telah diteliti oleh beberapa peneliti, sebagian mendukung keunggulan kinerja Reksa Dana sebagian lagi tidak, bahkan menganjurkan untuk berinvestasi langsung atau tanpa melalui Reksa Dana (Treynor & Mazuy, Sharpe & Jensen). Kelompok lain menyatakan bahwa portofolio yang aktif dikelola masih mungkin memiliki *return* yang lebih tinggi daripada portofolio pasif yaitu portofolio acuannya (Lehman & Modest serta Grinblatt & Titman).

Beberapa penelitian tentang kinerja Reksa Dana telah dilakukan sebelumnya, diantaranya oleh Bawazier dan Sitanggang (1994) melakukan penelitian untuk membentuk portofolio dengan membandingkan ERB yang merupakan kelebihan *return* atas keuntungan bebas risiko pada asset lain dengan *Cut Off Rate* (C_i). Pemilihan sampel sahamnya berdasarkan analisis fundamental, yaitu omzet penjualan, laba perusahaan, total aktiva dan laba per lembar saham yang telah dicapai oleh sebuah perusahaan.

Sharpe, Alexander dan Bailey (1995), menggunakan Single Index Model untuk memilih portofolio yang efisien. Hasilnya portofolio disebut efisien. Hasil penelitian mereka adalah portofolio disebut efisien apabila dengan tingkat risiko

yang sama portofolio tersebut mampu memberikan tingkat keruntungan yang lebih tinggi. Penelitian ini menggunakan obyek penelitian perusahaan-perusahaan dan waktu pengamatannya adalah pada tahun 1995.

Sutopo (1998) menggunakan Single Index Model terhadap 34 saham yang tercatat di Bursa Efek Jakarta periode 1995 hingga 1997, diperoleh 2 saham yang memenuhi kriteria portofolio optimal (Saham Bimantara Citra dan Indosat).

Agus Sartono dan Sri Zulaihati (1998) juga menggunakan Single Index Model untuk mencari portofolio yang optimal, sedangkan sampel yang digunakan adalah saham-saham yang listing di BEJ dan termasuk anggota LQ-45 selama lima periode berturut-turut yaitu sebanyak 25 saham.

Harmono (1999), penelitian ini bertujuan untuk menentukan *return* optimal pada risiko minimal guna memilih kandidat portofolio. Kandidat portofolio ditentukan dengan cara membandingkan antara *excess return to beta* (ERB) dengan *cut of rate* (Ci) dari masing-masing saham yang dipilih sebagai anggota sampel. Adapun beta dihitung dengan menggunakan Single Index Model dengan IHSG yang dipilih sebagai indeks pasar. Saham yang memiliki ERB lebih besar dari Ci dijadikan kandidat portofolio. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat 6 saham kandidat portofolio, yaitu Mayora, Tjiwi Kimia, Ultra Jaya, Sari Husada, Bakri, dan Indospring.

Wahyudi (2001), menggunakan Single Index Model berusaha menjelaskan portofolio saham yang optimal. Penelitian ini menggunakan indeks LQ-45 dengan waktu pengamatan tahun 1997 hingga 2000. Hasil penelitiannya menunjukkan

bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* portofolio saham yang optimal dengan *return* saham yang menggunakan model random.

Hartini dan Wahyudi (2002), menggunakan Single Index Model bertujuan menjelaskan portofolio saham yang optimal. Teknik pemilihan data dilakukan secara *purposive sampling*, yaitu seleksi data berdasarkan kriteria tertentu. berdasarkan pada hasil seleksi sampel, maka ukuran sampel yang layak dianalisis sebanyak 28 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ mulai Januari 1998 sampai dengan Mei 1999. Hasil penelitian menjelaskan bahwa terdapat 10 saham perusahaan yang menjadi kandidat portofolio, yaitu saham Indofood Sukses Makmur, Alumindo Light Metal Industry, Darya Varia Labotaria, Smart Corporation, Asahimas Flat Glass, Inti Indorayon Utama, Semen Gresik, Komatsu Indonesia, Sucaco, dan Indocement Tungal Perkasa.

Penelitian terhadap *return* dan risiko Reksa Dana Saham dengan *return* dan risiko portofolio saham LQ-45 yang dibentuk dengan Single Index Model dilakukan oleh Manupassa (2001) dimana periode penelitiannya adalah Oktober 1998 hingga April 2000. Hasil penelitian ini adalah tidak adanya perbedaan *return* namun ada perbedaan risiko (melalui uji-t). Sedangkan melalui indeks Sharpe untuk mengukur kinerja antara portofolio saham LQ-45 dengan Reksa Dana Saham, ternyata Reksa Dana Saham memiliki indeks Sharpe yang lebih tinggi daripada portofolio Saham LQ-45. Penelitian dalam tesis ini juga menggunakan saham-saham yang termasuk dalam saham LQ-45 yaitu yang diumumkan periode Februari 2002 hingga Februari 2004. Selanjutnya beberapa peneliti terdahulu lainnya dapat dilihat dari daftar :

Tabel 2. 2.
Resume Penelitian Terdahulu

NO	NAMA/JUDUL	MODEL	VARIABEL	HASIL	FOKUS
1	Sharpe, Alexander & Bailey (1995)	Model Indeks Tunggal	*Rpt (return harian Rd) * Rp (Risk/resiko)	Ditemukan Portofolio yang Efisien	Kinerja saham
2	Sutopo (1998)	Model Indeks Tunggal	*Rpt (return harian Rd) * Rp (Risk/resiko)	34 saham yang tercatat di Bursa Efek Jakarta 2 Saham Optimal	Portofolio Saham Optimal
3	Agus Sartono & Sri Zulaihati (1998)	Model Indeks Tunggal	*Rpt (return harian Rd) * Rp (Risk/resiko)	Mencari Portofolio Saham optimal	Portofolio Saham Optimal & 25 Saham LQ-45
4	Wahyudi (2001)	Model Indeks Tunggal	*Rpt (return harian Rd) * Rp (Risk/resiko)	Beda signifikansi Portofolio Saham optimal VS produk reksa Dana saham	Portofolio Saham Optimal Saham LQ-45
5	Manupassa (2001)	Model Indeks Tunggal	*Rpt (return harian Rd) * Rp (Risk/resiko)	Beda signifikansi Portofolio Saham optimal VS produk reksa Dana saham	Reksa Dana Saham yang Optimal
6	Hartini & Wahyudi (2002)	Model Indeks Tunggal	*Rpt (return bulanan saham) * Rp (Risk/resiko)	28 saham yang tercatat di Bursa Efek Jakarta 10 Saham Optima	Portofolio Saham Optimal Perusahaan Manufaktur

Sumber: Penelitian-penelitian terdahulu

Setelah menelaah beberapa penelitian yang lalu, dengan melihat kelebihan dan kekurangan mereka, penulis berusaha menyempurnakan penelitian selanjutnya. Penelitian ini adalah replikasi dari penelitian Manupassa (2001) namun terdapat beberapa perbedaan yaitu: periode penelitian yang berbeda, penelitian ini menggunakan periode selama 24 bulan (Februari 2002 hingga Februari 2004). Sedangkan berkaitan dengan saham-saham LQ-45, data yang digunakan adalah data bulanan dari saham-saham yang secara konsisten termasuk dalam LQ-45 selama periode penelitian.

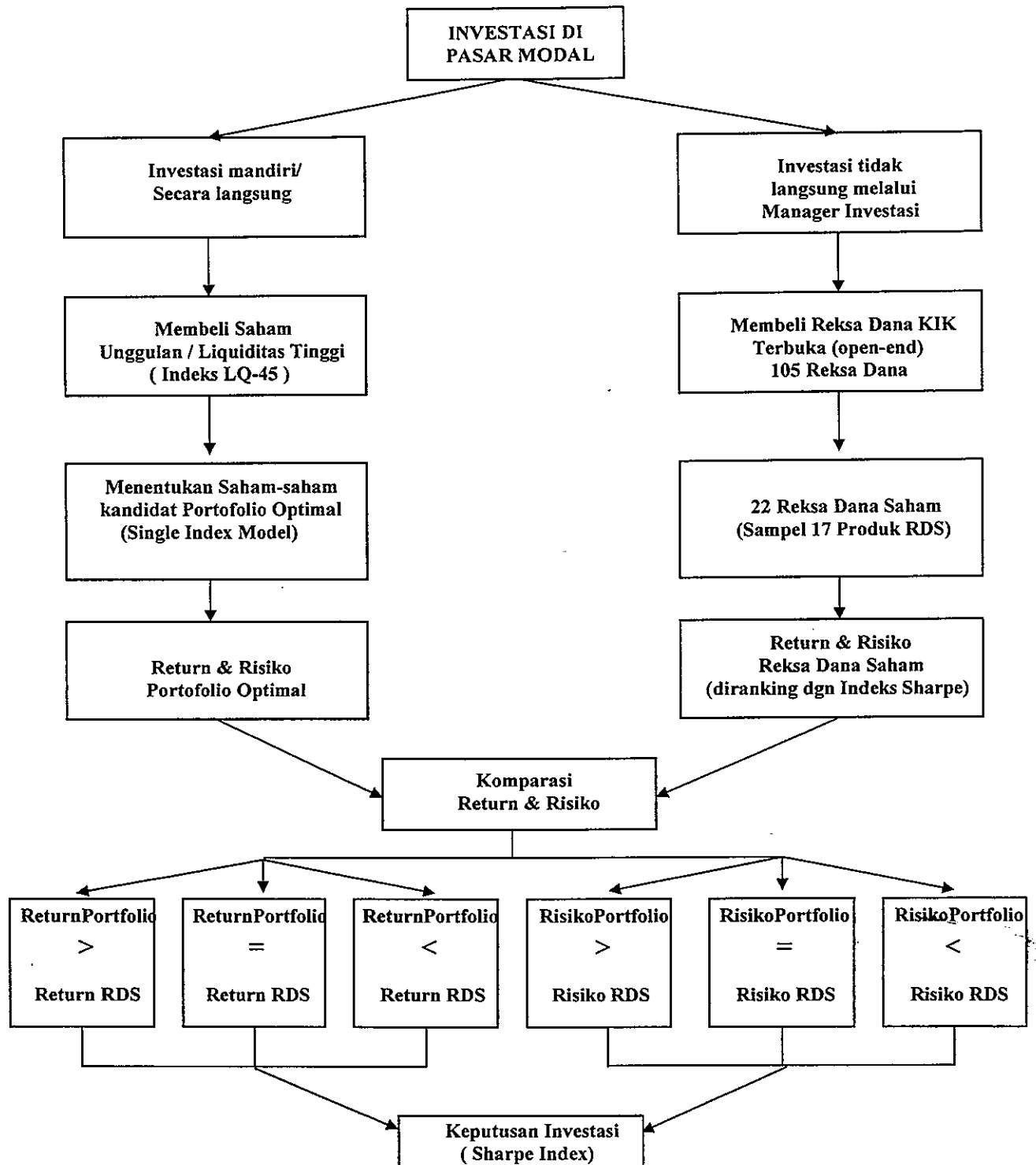
2.3 Rencana Kerangka Pemikiran Teoritis

Setiap investor memiliki berbagai kesempatan untuk melakukan investasi. Salah satu cara berinvestasi yang dapat dilakukan adalah berinvestasi secara langsung/mandiri misalnya dengan membeli saham dengan likuiditas yang tinggi yaitu saham-saham yang termasuk dalam kelompok LQ-45 (dengan asumsi investor adalah *risk averter*) maka untuk menghindari/mendiversifikasi risiko dilakukan portofolio saham dengan menggunakan *Single Index Model* dengan tujuan untuk mendapatkan return yang maksimal dengan keuntungan tertentu. Kemudian dicari return dan risiko dari portofolio saham LQ-45.

Cara lain yang dapat dilakukan adalah melakukan investasi secara tidak langsung misalnya dengan membeli produk Reksa Dana yang dikelola oleh Manajer Investasi yang mengambil keputusan finansial agar dana yang dikelola menghasilkan keuntungan. Reksa Dana yang dipilih adalah berbasis saham, kemudian dicari return dan risiko bulanan dari 17 produk Reksa Dana Saham yang masuk dalam sampel penelitian kemudian dicari rata-ratanya.

Return dan risiko yang diperoleh dari investasi langsung (portofolio saham LQ-45) kemudian dikomparasikan dengan return dan risiko yang diperoleh melalui investasi secara tidak langsung (Reksa Dana Saham) dengan tujuan untuk membuktikan hipotesa penelitian. Selanjutnya hasil komparasi dapat digunakan sebagai alat pengambilan keputusan, dengan menggunakan Sharpe indeks dapat ditentukan investasi mana yang paling optimal dalam investasi di pasar modal. Rangkaian pemikiran di atas dapat digambarkan melalui bagan kerangka pemikiran teoritis dibawah ini:

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran Teoritis



2.4 Hipotesis

Hipotesis merupakan suatu pernyataan mengenai konsep-konsep yang dapat dinilai kebenaran atau pun kesalahannya melalui pengujian secara empiris. Hipotesis merupakan suatu rumusan yang menyatakan adanya hubungan tertentu antara dua variabel atau lebih. Sesuai dengan perumusan masalah dan tujuan penelitian, hipotesis yang disusun oleh penulis adalah sebagai berikut:

Ho1 : Tidak ada perbedaan *return* yang diperoleh melalui Reksa Dana Saham dengan *return* yang diperoleh dari Portofolio saham LQ-45 yang dibentuk dengan menggunakan Single Index Model.

Ha1 : Ada perbedaan *return* yang diperoleh melalui Reksa Dana Saham dengan *return* yang diperoleh dari Portofolio saham LQ-45 yang dibentuk dengan menggunakan Single Index Model.

Ho2 : Tidak ada perbedaan risiko yang diperoleh melalui Reksa Dana Saham dengan risiko yang diperoleh dari Portofolio saham LQ-45 yang dibentuk dengan menggunakan Single Index Model.

Ha2 : Ada perbedaan risiko yang diperoleh melalui Reksa Dana Saham dengan risiko yang diperoleh dari Portofolio saham LQ-45 yang dibentuk dengan menggunakan Single Index Model.

2.5 Definisi Operasional Variabel

1. *Return* Reksa Dana Saham adalah *return* bulanan rata-rata dari masing-masing produk Reksa Dana Saham yang efektif selama periode 24 bulan (Februari 2002 – Februari 2004).

2. *Return* Portofolio Saham LQ-45 adalah *return* yang dihasilkan dari portofolio Saham LQ-45 dengan Single Index Model (Kelompok Saham LQ-45 yang konsisten dalam 5 periode pengumuman dari Februari 2002 hingga Februari 2004).
3. Risiko Reksa Dana Saham adalah risiko rata-rata dari masing-masing produk Reksa Dana Saham selama periode 24 bulan, yang diukur dengan mengukur Standar Deviasinya.
4. Risiko Portofolio Saham LQ-45 adalah risiko yang dihasilkan dari portofolio Saham LQ-45 yang optimal dengan Single Index Model, yang diukur dengan menghitung Beta dan *Covariance* Portofolio.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Disain Penelitian

Disain penelitian terdiri dari beberapa tipe. Tiga tipe disain perencanaan yang diidentifikasi dalam literatur adalah penelitian eksploratori, deskriptif dan kausal (Zikmund, 1994). Penelitian ini termasuk dalam semua tipe penelitian bisnis di atas, sebab permasalahan yang ditampilkan dalam penelitian ini merupakan permasalahan yang dianjurkan oleh para peneliti terdahulu, yang membutuhkan dukungan untuk fakta yang terbaru. Dalam mengumpulkan data sampai dengan memberi implikasi menggunakan kombinasi dari ketiga penelitian di atas.

Penelitian *eksploratory* selain untuk mengolah hasil penelitian terdahulu, dibutuhkan juga untuk merumuskan permasalahan dan mengidentifikasi untuk penelitian selanjutnya. Tipe ini digunakan untuk menyusun Bab I dan Bab II. Kemudian penelitian deskriptif digunakan untuk menjelaskan analisa permasalahan, untuk menjelaskan konsep dasar pada teori dan hasil penelitian terdahulu, serta untuk mengungkapkan hipotesis yang akan diuji. Tipe ini digunakan pada Bab II.

Penelitian kausal digunakan untuk mengembangkan model penelitian yang bertujuan untuk menguji hipotesis penelitian yang telah ditentukan pada bab sebelumnya. Dari model penelitian yang telah dikembangkan ini, diharapkan akan menjelaskan pengaruh antar variabel sekaligus membuat suatu implikasi yang dapat digunakan untuk peramalan / prediksi.

Penelitian ini dilakukan dengan sebuah sistematika dan proses obyektif untuk mencari data, merekam dan menganalisa data (Zikmund, 1994). Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah sensus karena semua anggota populasi menjadi obyek dalam penelitian ini yaitu semua Reksa Dana Saham dan saham-saham yang secara konsisten termasuk dalam kelompok saham LQ-45 selama periode penelitian (24 bulan).

3.2 Obyek Penelitian

Yang menjadi obyek dalam penelitian ini adalah semua Reksa Dana Saham di Indonesia yang tercatat efektif selama periode penelitian serta saham-saham yang secara konsisten termasuk dalam perhitungan saham LQ-45 yang diumumkan oleh BAPEPAM pada 5 periode (Februari 2002 hingga Februari 2004). Data yang diperoleh adalah data bulanan dari seluruh perusahaan Reksa Dana Saham dan saham-saham LQ-45 yang terdapat di Indonesia, selama periode penelitian sejak Februari 2002 hingga Februari 2004.

3.3 Jenis dan Sumber Data

3.3.1 Data Sekunder

Data sekunder adalah data yang ada kaitannya dengan masalah yang diteliti dan penggaliannya dilakukan sendiri oleh peneliti. Data ini dapat diperoleh melalui literatur, jurnal, dan sumber-sumber yang mendukung penelitian ini. Pada penelitian ini data sekunder dibutuhkan terutama berkaitan dengan obyek penelitian dan indikator kinerja Reksa Dana.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder sebagai berikut:

1. Data Nilai Aktiva Bersih (NAB) bulanan dari 17 produk Reksa Dana Saham yang diperoleh dari *data histories* Bursa Efek Surabaya selama periode Februari 2002 hingga Februari 2004.
2. Data tentang perkembangan 32 saham yang secara konsisten termasuk dalam saham LQ-45 (dalam 5 periode) secara bulanan yang diperoleh dari data perdagangan Bursa Efek Jakarta selama periode Februari 2002 hingga Februari 2004.
3. Data bulanan Indeks Harga LQ-45 yang diperoleh dari data perdagangan Bursa Efek Jakarta selama periode Februari 2002 hingga Februari 2004.
4. Data suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) jangka waktu 3 bulan selama Februari 2002 hingga Februari 2004.

3.4 Populasi dan Sampel

Populasi adalah keseluruhan dari unit analisis yang ciri-cirinya akan diteliti (Singarimbun, 1989) Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan Reksa Dana Saham sedangkan sampel penelitiannya adalah Reksa Dana Saham yang selama periode pengamatan telah terdaftar di Bapepam. Selain Reksa Dana Saham, Populasi lain dalam penelitian ini adalah seluruh saham LQ-45 yang diambil dari sumber data Indeks LQ-45 Bursa Efek Jakarta. Cara pengambilan sampel adalah dengan metode "*Purposive Sampling*" (Cooper & Emory, 1999) yaitu dengan hanya memilih saham-saham yang secara konsisten

masuk sebagai faktor perhitungan LQ-45 selama 5 (lima) periode pengumuman dari Februari 2002 hingga Februari 2004. Sedangkan saham-saham yang tidak konsisten akan diabaikan atau tidak dijadikan sampel.

Dari data perhitungan Indeks LQ-45 sejak Februari 2002 hingga Februari 2004, terdapat sebanyak 32 saham saja yang secara konsisten masuk dalam perhitungan indeks LQ-45 selama 5 (lima) periode pengamatan akan dijadikan sampel untuk memilih saham dalam menentukan kandidat portofolio yang optimal.

Adapun saham-saham yang terpilih untuk dijadikan sampel sebanyak 32 saham dapat dijelaskan pada tabel 3.1 di bawah ini:

Tabel 3.1
Sampel Saham LQ-45 yang Konsisten

NO	EMITEN	KODE PERUSH
1	Astra Agro Lestasi	AALI
2	Aneka Tambang	ANTM
3	Astra Graphia	ASGR
4	Astra International	ASII
5	Astra Otoparts	AUTO
6	Bank BCA	BBCA
7	Bimantara Citra	BMTR
8	Dankos Laboratories	DNKS
9	Gudang Garam	GGRM
10	Gajah Tunggal	GJTL
11	HM. Sampoerna	HMSP
12	Indosiar	IDSR
13	Indofarma	INAF
14	Indofood	INDF
15	Indorama	INDR
16	Indocement Tunggol	INTP
17	Indosat	ISAT
18	Jakarta International Hotel	JIHD
19	Kimia Farma	KAEF
20	Kalbe Farma	KLBF
21	Medco Energi	MEDC
22	Multipolar	MLPL
23	Matahari Putra	MPPA
24	Bank Pan Indonesia	PNBN
25	Ramayana Lestari	RALS
26	Bentoel International	RMBA
27	Semen Cibinong	SMCB
28	Semen Gresik	SMGR
29	Timah	TINS
30	Tempo Scan Pacific	TSPC
31	United Tractors	UNTR
32	Unilever	UNVR

Sumber : Data sekunder diolah, 2004

Reksa Dana Saham yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah produk Reksa Dana Saham yang aktif diperdagangkan selama periode Februari 2002 hingga Februari 2004. Dari hasil studi pustaka diketahui jumlah produk Reksa Dana yang konsisten *listing* selama periode Februari 2002 hingga Februari

2004 adalah sebanyak 17 produk, sedangkan 5 produk tidak masuk karena tidak secara konsisten (diterbitkan setelah Februari 2002 atau *delisting* sebelum Februari 2004). Sampel Reksa Dana Saham dapat dijelaskan pada tabel 3.2 di bawah ini:

Tabel 3.2
Sampel Produk Reksa Dana

No	Nama Reksa Dana	Manajer Investasi	Tanggal Efektif
1	ABN Amro Dana Saham	PT ABN AMRO Manajemen Indonesia	16 Desember 1996
2	Arjuna	PT Pentasena Arthatama	4 Maret 1997
3	Bahana Dana Prima	PT Bahana TCW Investment Management	1 Agustus 1996
4	BIG Nusantara	PT Bhakti Asset Management	26 Februari 1997
5	Bima	PT Pentasena Arthatama	4 Maret 1997
6	BNI Dana Berkembang	PT BNI Securities	30 September 1996
7	Citireksa Dana Ekuitas	PT Citigroup Securities Indonesia	16 Januari 2001
8	Dana Megah Kapital	PT Trimegah Securities Tbk.	19 Maret 1997
9	Danareksa Mawar	PT Danareksa Investment Management	5 Juli 1996
10	Master Dinamis	PT MLC Investment Indonesia	29 Juli 1997
11	Niaga Saham	PT Niaga Asset Management	15 Mei 2000
12	Nikko Saham Nusantara	PT Nikko Securities Indonesia	26 Juni 1997
13	Panin Dana Maksima	PT Panin Sekuritas Tbk.	27 Maret 1997
14	Phinisi Dana Saham	PT Manulife Aset Manajemen Indonesia	7 Agustus 1998
15	Rencana Cerdas	PT CiptaDana Asset Management	8 Juli 1999
16	Schroder Dana Prestasi Plus	PT Schroder Investment Management Indonesia	12 September 2000
17	Si Dana Saham	PT Batavia Prosperindo Aset Manajemen	9 Desember 1996

Sumber: Data sekunder diolah, 2004

3.5 Metode Pengumpulan Data

Dalam penelitian ini, metode pengumpulan data adalah dengan cara *non participant observation*, dimana peneliti hanya mengamati data yang sudah tersedia tanpa ikut menjadi bagian dari suatu sistem data (Sekaran, 1992). Data yang dibutuhkan adalah data harga saham pada Bursa Efek Jakarta, data Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana Saham dan data Indeks LQ-45 yang diperoleh dari *JSX Monthly Statistic* dan data histories Bursa Efek Surabaya. Untuk data harga saham, data NAB dan data Indeks LQ-45 menggunakan data bulanan (*time series*) selama periode penelitian yaitu mulai bulan Februari 2002 hingga Februari 2004.

3.6 Teknik Analisis

Teknik analisis yang digunakan dalam menjawab tujuan penelitian yang pertama adalah analisis kualitatif dengan menggunakan Single Index Model. Single Index Model yang digunakan adalah replikasi dari model Elton dan Gruber (1995). Langkah-langkah yang dilakukan dalam Single Index Model adalah untuk membentuk portofolio yang optimal sebagai berikut:

Langkah pertama adalah mencari *return* bulanan saham LQ-45 (yang sesuai kriteria terdapat 32 saham) pada periode t (R_{it}) dengan formula sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots\dots\dots (3.1)$$

Dimana : P_t : harga saham pada periode t

P_{t-1} : harga saham pada periode $t-1$

Perhitungan *return* ini tidak mengikutsertakan deviden untuk menghindari adanya *outlayers* pada hasil regresi beta-nya.

Untuk menghitung *return* pasar (R_{mt}) digunakan rumus yang terdapat dalam kutipan Manurung (1997) yaitu:

$$R_{mt} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}} \dots\dots\dots (3.2)$$

Dimana : I_t : Indeks pasar (LQ-45) pada periode t

I_{t-1} : Indeks pasar (LQ-45) pada periode $t-1$

Untuk menghitung risiko sistematik (β_i), Weston dan Copeland (1992), Husnan (1994) dan Sarpe (1997) menggunakan pendekatan pasar atau Single Index Model dengan rumus sebagai berikut:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt} + e_{it} \dots\dots\dots (3.3)$$

Dimana : R_{it} : *return* saham i pada periode t

α_i : titik singgung (*intercept*) saham i yang merupakan suatu konstanta yg tidak dipengaruhi oleh perubahan R_{it} maupun R_{mt} .

β_i : beta saham yang merupakan ukuran sensitivitas R_i terhadap R_m .

R_{mt} : *return* pasar pada periode t

e_{it} : *residual error* saham i pada periode t yang merupakan selisih antara R_{it} yang diharapkan dengan R_{it} yang riil.

Setelah itu untuk mengetahui peringkat dalam portofolio digunakan *excess return to beta* (ERB) yang dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Fischer dan Jordan, 1995); (Jogiyanto, 1998):

$$ERB = \frac{R_i - R_f}{\beta_i} \dots\dots\dots (3.4)$$

Dimana : R_i : Rata-rata *return* saham LQ-45

R_f : *Risk Free* pada aset lain

β_i : Beta saham LQ-45

Sedangkan untuk memperoleh *varians residual error* (σ_{ei}^2) saham i dengan rumus sebagai berikut :

$$\sigma_{ei}^2 = \frac{\sum (e - \bar{e})^2}{n-1} \dots\dots\dots (3.5)$$

dimana : σ_{ei}^2 : *residual error* saham i

n : jumlah periode penelitian

Setelah menata seluruh saham LQ-45 sesuai urutan berdasarkan tingginya ERB, langkah selanjutnya adalah mencari tingkat *cut off rate* dari masing-masing saham dalam portofolio (Fischer dan Jordan, 1995); (Jogiyanto, 1998) :

$$Ci = \frac{\sigma_m^2 \sum_{i=1}^I \frac{(R_i - R_f)}{\sigma_{ei}^2}}{1 + \sigma_m^2 \sum_{i=1}^I \frac{\beta_i^2}{\sigma_{ei}^2}} \dots\dots\dots (3.6)$$

Dimana : σ_m^2 : Varians Indeks Pasar

σ_{ei}^2 : Varians *error* saham LQ-45

Saham-saham yang memiliki ERB lebih besar dari C_i nya diikutkan dalam penentuan portofolio yang optimal. Selanjutnya untuk menghitung besarnya proporsi masing-masing saham LQ-45 dalam portofolio, digunakan rumus (Fischer dan Jordan, 1995); (Jogiyanto, 1998):

$$X_i = \frac{Z_i}{\sum_{i=1}^n Z_i} \dots\dots\dots (3.7)$$

Z_i dapat dicari dengan rumus :

$$Z_i = \frac{\beta_i}{\sigma_{ei}^2} \left[\frac{R_i - R_f}{\beta_i} - C^* \right] \dots\dots\dots (3.8)$$

Dimana : C^* : *Cut-off rate* yang tertinggi.

Setelah diketahui struktur portofolio yang optimal, selanjutnya dilakukan penghitungan *return* portofolio dengan rumus sebagai berikut (Husnan, 1994); (Sharpe, 1995); (Jogiyanto, 1998) :

$$R_p = \sum_{i=1}^n X_i \cdot R_i \dots\dots\dots (3.10)$$

dimana : X_i : proporsi Investasi saham i

R_i : rata-rata *return* saham i

Untuk menghitung Beta portofolio digunakan rumus :

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n X_i \cdot \beta_i \dots\dots\dots (3.11)$$

dimana : β_i : risiko sistematis saham i

X_i : proporsi investasi saham i

Untuk menghitung *covariance* portofolio (σ_p) maka digunakan formula sebagai berikut :

$$\sigma_p = \beta_p \cdot \sigma_m \dots\dots\dots (3.12)$$

dimana : β_p : risiko sistematis portofolio

σ_m : Covariance pasar

Dalam pembentukan Portofolio saham yang optimal dilakukan urutan sebagai berikut: Penentuan portofolio I dilakukan melalui perhitungan data 32 saham selama 12 bulan pertama (Februari 2002 – Februari 2003). Setelah portofolio I menetap selama 3 bulan (Maret 2003 – Mei 2003) kemudian diperhitungkan kinerjanya. Dilanjutkan dengan membentuk portofolio II berdasarkan data dari 15 bulan pertama (Februari 2002 – Mei 2003) dan setelah menetap 3 bulan (Juni – Agustus 2003) akan diperoleh kinerja portofolio II. Selanjutnya portofolio III dibentuk berdasarkan data 18 bulan (Februari 2002 – Agustus 2003) dengan kinerja 3 bulan (September 2003 – Nopember 2003). Sedangkan portofolio IV dibentuk berdasarkan data 21 bulan (Februari 2002 - Nopember 2003) dengan kinerja selama 3 bulan (Desember 2003 – Februari 2004). Kinerja portofolio I - IV diakumulasi sehingga diperoleh *return* dan risiko portofolio selama 12 bulan (Maret 2003 hingga Februari 2004). Tujuan dari urutan pembentukan portofolio ini adalah agar diperoleh data yang cukup (12 bulan) untuk melakukan perbandingan dengan kinerja Reksa Dana Saham selama setahun (Februari 2003 hingga Februari 2004) sehingga diperoleh perbandingan yang sesuai.

Agar lebih akurat dan mendekati kenyataan di lapangan pada perhitungan return portofolionya, maka biaya transaksi yang terjadi yaitu sebesar 0,15 % juga dimasukkan sehingga dihasilkan return portofolio terapan dan risiko portofolio terapan. Dengan asumsi bahwa nilai transaksi premium diterapkan pada saham unggulan.

Untuk menjawab tujuan penelitian kedua digunakan rumusan analisis kualitatif untuk menghitung *return* Reksa Dana Saham setiap periodenya, yaitu menggunakan rumus (Weston dan Copeland, 1992); (Sharpe, 1997) yaitu:

$$R_t = \frac{(NAB_t - NAB_{t-1})}{NAB_{t-1}} \dots\dots\dots (3.13)$$

Dimana : NAB_t : Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana Saham periode t

NAB_{t-1} : Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana Saham periode $t-1$

Return Reksa Dana Saham yang dihitung disini adalah *return* rata-rata Reksa Dana Saham bulanan (mulai Februari 2002 hingga Februari 2004) yang nantinya akan dibandingkan dengan *return* bulanan portofolio hasil bentukan Single Index Model. Hal yang sama dilakukan juga terhadap faktor risiko.

Sedangkan pemeringkatan Produk Reksa Dana Saham dapat dilakukan dengan menggunakan rumus Indeks Sharpe yaitu:

$$S_t = \frac{r_t - r^*}{\sigma_t} \dots\dots\dots (3.14)$$

Keterangan : S_t : Indeks Sharpe

r_t : Rata-rata *return* Reksa Dana Saham t

r^* : Risk-less rate of interest

σ_t : Standar Deviasi / risiko Reksa Dana Saham t

Standar Deviasi dapat dicari dengan rumus:

$$\sigma_i = \sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R}_i)^2}{n-1}} \dots\dots\dots (3.15)$$

Untuk menjawab tujuan penelitian ketiga dilakukan analisis komparasi *return* portofolio hasil bentukan Single Index Model dan Reksa Dana Saham, secara statistik dengan rumus uji beda dua rata-rata (*independent sampel t-test*) untuk menguji hipotesis yang telah ditetapkan. Pengujian *return* dan risiko dilakukan selama periode penelitian termasuk dalam sampel kecil (kurang dari 30), dalam hal ini portofolio dengan Single Index Model dapat dibandingkan dengan Reksa Dana Saham yang juga merupakan portofolio saham. Sehingga dalam penelitian ini asumsi awal yang digunakan adalah deviasi standar populasi portofolio (σ_1) sama dengan deviasi standar populasi Reksa Dana Saham (σ_2), dengan *confidence interval* 95%, nilai uji-t dapat juga dihitung dengan rumus (Sugiyono, 1999) yaitu:

$$t = \frac{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}{\sqrt{\frac{(n_1-1)S_1^2 + (n_2-1)S_2^2}{n_1 + n_2 - 2} \left[\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2} \right]}} \dots\dots\dots (3.16)$$

- dimana : n : jumlah sampel
- S_p^2 : Varians gabungan sampel
- $\bar{X}_1 - \bar{X}_2$: selisih nilai rata-rata sampel
- χ_1 : sampel ke-i
- $\bar{\chi}_1$: nilai rata-rata sampel ke-i

Setelah diperoleh t-hitung, hasilnya lalu dibandingkan dengan t-tabel, bila $t \text{ hitung} > t\text{-tabel}$ maka berarti signifikan sehingga hipotesis yang diajukan (H_0) ditolak.

Untuk menentukan jenis investasi (produk Reksa Dana Saham atau saham) yang lebih menguntungkan berdasarkan analisis kinerja selama periode Februari 03 hingga Februari 2004, tanpa mengabaikan faktor risiko maka digunakan indeks Sharpe untuk menilai investasi yang paling efisien / optimal dengan rumus sebagai berikut :

$$S_t = \frac{r_t - r^*}{\sigma_t} \dots\dots\dots (3.14)$$

Perhitungan analisis Single Index Model bertujuan untuk mencari portofolio optimal yang dilakukan dengan menganalisis data dari periode 24 bulan (mulai Februari 2002 hingga Februari 2004). Sehingga akan diperoleh cukup bukti instrument investasi manakah yang unggul dalam 24 bulan.

BAB IV

ANALISA DATA

4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

4.1.1 Perusahaan LQ – 45

Perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah kelompok perusahaan LQ-45 yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada periode Februari 2002 – Februari 2004 yang setelah diseleksi dengan kriteria-kriteria tertentu dipilih sebanyak 32 perusahaan. Perusahaan yang menjadi sampel tersebut dapat digambarkan berdasarkan klasifikasi atau golongan berdasar atas total asset yang dimiliki perusahaan, rata-rata harga saham, dan persentase masyarakat atau publik dalam kepemilikan saham perusahaan.

4.1.1.1 Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Total Assets

Berdasarkan total asset yang dimilikinya, perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini ditunjukkan pada tabel 4.1 berikut ini.

Tabel 4.1
Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Total Asset

Total Asset (Rp)	Jumlah	Persentase (%)
< 5 miliar	18	56,25
5 – 50 miliar	13	40,63
> 50 miliar	1	3,13
Total	32	100

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2004

Berdasarkan tabel 4.1 dapat dijelaskan bahwa terdapat 18 perusahaan atau 56,25 persen dari total sampel yang digunakan yang memiliki total asset kurang

dari Rp 5 miliar. Selanjutnya terdapat 13 perusahaan atau 40,63 persen yang memiliki total asset Rp 5 – 50 miliar, dan sisanya hanya terdapat 1 (satu) perusahaan atau 3,13 persen yang memiliki total asset lebih dari 50 miliar.

4.1.1.2 Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Rata-rata Harga Saham

Berdasarkan rata-rata harga saham yang dimilikinya, perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini ditunjukkan pada tabel 4.2 berikut ini.

Tabel 4.2
Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Rata-rata Harga Saham

Rata-rata Harga Saham (Rp)	Jumlah	Persentase (%)
< Rp 1000	18	56,25
Rp 1000 – Rp 10000	11	34,38
> Rp 10000	3	9,38
Total	32	100

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2004

Berdasarkan tabel 4.2 dapat dijelaskan bahwa terdapat 18 perusahaan atau 56,25 persen dari total sampel yang digunakan yang memiliki rata-rata harga saham kurang dari Rp 1000. Selanjutnya terdapat 11 perusahaan atau 34,38 persen yang memiliki rata-rata harga saham Rp 1000 – 10.000, sisanya terdapat 3 perusahaan atau 9,38 persen yang memiliki rata-rata harga saham lebih dari Rp 10.000.

4.1.1.3 Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Persentase Publik Dalam Kepemilikan Saham Perusahaan

Berdasarkan persentase masyarakat atau publik dalam kepemilikan saham perusahaan, klasifikasi sampel dalam penelitian ini dapat ditunjukkan pada tabel 4.3 berikut ini.

Tabel 4.3
Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Persentase
Publik Dalam Kepemilikan Saham Perusahaan

Persentase Saham yang Dimiliki Publik (%)	Jumlah	Persentase
< 10	4	12,50
10 – 50	24	75
> 50	4	12,50
Total	32	100

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2004

Berdasarkan tabel 4.3 dapat dijelaskan bahwa hampir sebagian besar saham perusahaan dimiliki oleh publik yaitu sebanyak 24 perusahaan atau 75 persen dari total sampel yang digunakan. Selanjutnya untuk komposisi saham kurang dari 5 persen dan lebih dari 50 persen memiliki jumlah perusahaan yang sama yaitu sebanyak 4 perusahaan atau 12,50 persen dari total sampel yang digunakan.

4.1.2 Perkembangan Reksa Dana

Dalam tahun 2002, perkembangan Reksa Dana sebagai salah satu instrumen investasi di Pasar Modal Indonesia cukup menggembirakan. Hal tersebut terlihat dari perkembangan jumlah Reksa Dana, jumlah pemodal, serta nilai aktiva bersih. Pada tahun 2002 Bapepam memberikan pernyataan efektif kepada 23 Reksa Dana sehingga jumlah total Reksa Dana adalah 131 Reksa Dana dan dikelola oleh 32 Manajer Investasi (pada tahun 2003 jumlahnya hanya menjadi 22 Reksa Dana Saham akibat satu produk mengalami *delisting*).

Dari keseluruhan jumlah Reksa Dana tersebut sebanyak 23 merupakan Reksa Dana Saham, 31 Reksa Dana Campuran, 17 Reksa Dana Pasar Uang, dan 60 Reksa Dana Pendapatan Tetap. Sementara, sebanyak tujuh Reksa Dana dibubarkan karena nilai kekayaan Reksa Dana yang tidak efisien untuk dikelola atau dibawah Rp 3 miliar, serta terkena sanksi atas pelanggaran peraturan pasar modal.

Perkembangan lainnya yang menggembirakan adalah peningkatan jumlah pemegang unit penyertaan sebesar 107,83% dibandingkan tahun sebelumnya yaitu mencapai 107.494 pemodal di tahun 2002. Begitu pula jumlah dana masyarakat yang berhasil dihimpun oleh Reksa Dana mengalami peningkatan sebanyak 454,52% dari Rp 8,003 triliun menjadi sekitar Rp 44,378 triliun.

Reksa Dana yang mengalami peningkatan adalah Reksa Dana Pendapatan Tetap menjadi Rp 35,536 triliun naik 662,50% dari tahun sebelumnya. Hal ini menandakan bahwa potensi untuk lebih mengembangkan industri Reksa Dana masih terbuka luas. Sementara itu Reksa Dana Pasar Uang meningkat 207,87%, Reksa Dana Campuran meningkat 169,40%, sedangkan Reksa Dana Saham turun sebesar 44,14%.

Dalam meningkatkan minat pemodal serta memperbanyak instrumen investasi yang dapat dimanfaatkan oleh Reksa Dana, Bapepam selama tahun 2002 telah merevisi peraturan Bapepam Nomor IV.A.3 tentang Pedoman Pengelolaan Reksa Dana Berbentuk Perseroan, IV.A.4 tentang Pedoman Kontrak Pengelolaan Reksa Dana Berbentuk Perseroan, IV.B.1 tentang Pedoman Pengelolaan Reksa Dana Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif, dan IV.B.2 tentang Pedoman Kontrak

Pengelolaan Reksa Dana Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif. Dalam revisi peraturan tersebut antara lain dinyatakan bahwa Reksa Dana telah diperbolehkan untuk membeli efek yang diperdagangkan di Bursa Efek luar negeri, obligasi yang diterbitkan oleh Pemerintah, serta efek yang diterbitkan oleh pihak terafiliasi baik dengan Manajer Investasi maupun pemegang Unit Penyertaan. Melalui revisi peraturan tersebut, menghilangkan kewajiban penyampaian Laporan Keuangan Tengah Tahunan oleh Manajer Investasi kepada Bapepam dan pemegang Unit Penyertaan sebagai upaya mendorong efisiensi di pasar modal tanpa mengurangi aspek keterbukaan informasi.

Di samping itu, peningkatan inovasi atas produk dan pemasaran Reksa Dana perlu secara terus menerus dilakukan. Kerjasama dengan industri perbankan serta penggunaan teknologi informasi seperti ATM dalam upaya pemasaran Reksa Dana masih perlu terus ditingkatkan. Faktor pendukung lain yang perlu ditingkatkan adalah keberadaan Wakil Agen Penjual Efek Reksa Dana (WAPERD) yang sangat berperan dalam menggali potensi pemodal lokal. Pada tahun 2002 jumlah WAPERD telah berkembang menjadi 2.258 WAPERD.

Perkembangan Reksa Dana selama tahun 2003 menunjukkan perkembangan yang cukup signifikan, baik dari jumlah Reksa Dana yang efektif, dana yang dikelola, dan jumlah nasabah. Selama tahun 2003, jumlah Reksa Dana yang memperoleh pernyataan efektif oleh Bapepam (Badan Pengawas Pasar Modal) sebanyak 75 buah dengan total keseluruhan Reksa Dana mencapai 186 Reksa Dana yang dikelola oleh 47 Manajer Investasi. Bila dibandingkan dengan

tahun sebelumnya yang mencapai 131 Reksa Dana maka jumlah Reksa Dana tahun ini mengalami peningkatan 41,98%.

Jumlah Reksa Dana Pendapatan Tetap mengalami peningkatan 90,16%, Reksa Dana Pasar Uang naik 76,47%, sedangkan Reksa Dana Campuran dan Reksa Dana Saham mengalami penurunan yaitu masing-masing sebesar 35,48% dan 9,09%. Sejalan dengan bertambahnya jumlah Reksa Dana, peningkatan juga terjadi pada jumlah pemegang unit penyertaan yang bertambah 45,692 nasabah (36,47%) menjadi 171,712 nasabah.

Dari sisi jumlah dana yang dikelola atau nilai aktiva bersih mencapai Rp 69,48 triliun atau naik 49,07% dari tahun sebelumnya yaitu sebesar Rp 46,61 triliun. Peningkatan dana yang dikelola Reksa Dana Campuran dan Reksa Dana Pendapatan Tetap mengalami peningkatan yang cukup tinggi yaitu masing-masing naik sebesar 108,06% dan 53,97%. Sementara itu, Reksa Dana Saham dan Pasar Uang juga mengalami peningkatan yaitu masing-masing sebesar 33,08% dan 9,41%. Hal tersebut dipengaruhi oleh membaiknya makro ekonomi Indonesia dimana tingkat suku bunga sektor perbankan yang semakin menurun serta tidak adanya batasan pembelian obligasi pemerintah oleh Reksa Dana.

Meskipun nilai aktiva bersih Reksa Dana mengalami peningkatan, namun pada bulan Oktober sempat terjadi penurunan. Kondisi tersebut antara lain dipengaruhi oleh adanya surat edaran pada bulan Oktober dari Bank Indonesia tentang prinsip kehati-hatian bagi bank dalam melakukan kegiatan yang terkait dengan Reksa Dana. Dalam surat edaran tersebut antara lain mengatur bank tidak diperkenankan menjadi *stand by buyer* atau terlibat dalam *back to back*

transaction atas obligasi pemerintah atau asset lainnya yang telah dijual oleh bank. Hal ini mendorong *redemption* yang cukup besar terhadap Reksa Dana Pendapatan tetap yang terkait serta Reksa Dana Pendapatan Tetap lainnya diluar penjaminan sehingga nilai aktiva bersihnya menurun sekitar 7,69% dari Rp 85,8 triliun menjadi Rp 79,2 triliun. Salah satu upaya mengantisipasi kondisi tersebut adalah dengan secara terus menerus mendorong pengembangan pasar sekuler obligasi maupun Surat Utang Negara (SUN) yang semakin transparan.

Dalam upaya menciptakan stabilitas dan kesinambungan industri Reksa Dana, Bapepam telah merumuskan suatu kerangka kebijakan yang dinamakan *Grand Strategy* industri Reksa Dana. *Grand Strategy* ini merupakan suatu rangkaian program yang bertujuan untuk menekan kemungkinan kegagalan atau gangguan transaksi yang menyebabkan likuiditas pada individu dan industri Reksa Dana sebagai upaya melindungi kepentingan investor.

Industri Reksa Dana di pasar modal Indonesia juga didukung oleh semakin banyaknya jumlah Wakil Agen Penjual Efek Reksa Dana (WAPERD) yang sampai saat ini mencapai 3.798 WAPERD serta maraknya penggunaan sarana teknologi ATM dalam melakukan transaksi Reksa Dana.

Kinerja Reksa Dana secara rinci akan dijelaskan pada tabel 4.4 berikut ini.

Tabel 4.4
Kinerja Reksa Dana

Periode	Jumlah Kumulatif	Pemegang Saham/Unit Penyertaan	Pert.	NAB (Rp Juta)	Pert.	Unit Penyertaan yang Beredar
1996	25	2441		2782322.50		2942232211.00
1997	77	20234	7.29	4913304.80	0.77	6007373758.55
1998	81	15482	-0.23	2992171.40	-0.39	3680892097.26
1999	81	24127	0.56	4974105.00	0.66	4349952950.82
2000	94	39487	0.64	8003769.80	0.61	5006049769.66
2001	108	51723	0.31	8003769.80	0.00	7303771880.36
2002	131	125820	1.43	46613830.00	57,24	41655523049.21
2003	186	171712	0.36	69477720.00	0,49	60020745572.82
Feb-04	194	183608	0.07	76135190.30	0,09	65060688230.70

Sumber: www.bapepam.go.id

Berdasarkan tabel 4.4 dapat dijelaskan bahwa pemegang unit penyertaan secara umum dari waktu ke waktu mengalami peningkatan. Peningkatan tertinggi terjadi pada tahun 2002 yaitu meningkat sebesar 5.724 persen jika dibandingkan dengan tahun sebelumnya, sedangkan penurunan terendah terjadi pada tahun 1998 yaitu sebesar 23 persen jika dibandingkan dengan tahun sebelumnya.

Selanjutnya apabila dilihat dari perkembangan NAB secara berturut-turut nampak bahwa untuk tahun 2002, 2003, dan 2004 mengalami peningkatan yang cukup pesat. Pada tahun 2002, nilai NAB mengalami peningkatan sebesar 5.724 persen jika dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Selanjutnya nilai NAB tahun 2003 naik sebesar 49 persen dan tahun 2004 mengalami kenaikan kembali sebesar 9 persen jika dibandingkan dengan tahun-tahun sebelumnya.

Selanjutnya tabel 4.5 menjelaskan produk Reksa Dana Saham yang efektif per 31 Juli 2004 yaitu sebanyak 22 Reksa Dana Saham.

Tabel 4.5
Daftar Reksa Dana Saham yang Efektif
Per 31 Juli 2004

No	Nama Reksa Dana	Manajer Investasi	Tanggal Efektif
1	ABN Amro Dana Saham	PT ABN AMRO Manajemen Indonesia	16 Desember 1996
2	Arjuna	PT Pentasena Arthatama	4 Maret 1997
3	Bahana Dana Prima	PT Bahana TCW Investment Management	1 Agustus 1996
4	BIG Nusantara	PT Bhakti Asset Management	26 Februari 1997
5	Bima	PT Pentasena Arthatama	4 Maret 1997
6	BNI Dana Berkembang	PT BNI Securities	30 September 1996
7	CitiReksa Dana Ekuitas	PT Citigroup Securities Indonesia	16 Januari 2001
8	Dana Megah Kapital	PT Trimegah Securities Tbk.	19 Maret 1997
9	Danareksa Mawar	PT Danareksa Investment Management	5 Juli 1996
10	Manulife Dana Saham	PT Manulife Aset Manajemen Indonesia	16 Juli 2003
11	Master Dinamis	PT MLC Investment Indonesia	29 Juli 1997
12	Niaga Saham	PT Niaga Asset Management	15 Mei 2000
13	Nikko Saham Nusantara	PT Nikko Securities Indonesia	26 Juni 1997
14	Panin Dana Maksima	PT Panin Sekuritas Tbk.	27 Maret 1997
15	Phinisi Dana Saham	PT Manulife Aset Manajemen Indonesia	7 Agustus 1998
16	Platinum Saham	PT Platinum Assets Management	12 Februari 2004
17	Rencana Cerdas	PT Ciptadana Asset Management	8 Juli 1999
18	Reksa Dana Sentosa	PT Equity Development Securities	13 Oktober 2003
19	Rifan Syariah	PT Rifan Financindo Assets Management	11 September 2002
20	Schroder Dana Prestasi Plus	PT Schroder Investment Management Indonesia	12 September 2000
21	Si Dana Saham	PT Batavia Prosperindo Aset Manajemen	9 Desember 1996
22	Tri Megah Dana Kas	PT Trimegah Securities Tbk.	8 Februari 2003

Sumber: www.bes.co.id

Berdasarkan tabel 4.5 dapat dijelaskan bahwa jumlah produk Reksa Dana Saham yang efektif per 31 Juli 2004 berbeda dengan jumlah sampel yang digunakan karena terdapat beberapa produk Reksa Dana Saham yang baru efektif setelah Februari 2002. Reksa Dana Saham yang tidak termasuk dalam sampel adalah Manulife Dana Saham, Platinum Saham, Reksa Dana Sentosa, Rifan Syariah, dan Trimegah Dana Kas.

Sedangkan produk Reksa Dana Saham yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah ABN Amro Dana Saham, Arjuna, Bahana Dana Prima, BIG Nusantara, Bima, BNI Dana Berkembang, Citi Reksa Dana Ekuitas, Dana Megah Kapital, Danareksa Mawar, Master Dinamis, Niaga Saham, Nikko Saham Nusantara, Panin Dana Maksima, Phinisi Dana Saham, Rencana Cerdas, dan Si Dana Saham.

4.2 Proses dan Hasil Analisa Data

4.2.1 Analisis Single Index Model

4.2.1.1 Analisis *Return* dan Total Risiko

Portofolio ini dibentuk berdasarkan perhitungan Single Index Model menggunakan 32 saham yang termasuk anggota saham LQ-45 selama periode penelitian. Untuk memperoleh *return* saham secara individual diperlukan data harga saham pada periode t dan periode $t-1$. Berdasarkan hasil perhitungan pada lampiran A, pada periode penelitian 12 bulan terdapat 14 saham yang memperoleh rata-rata *return* saham yang positif dan 18 saham memperoleh rata-rata *return* saham negatif. Periode penelitian 15 bulan, terdapat 26 saham yang memperoleh rata-rata *return* positif dan 6 saham memperoleh rata-rata *return* saham yang negatif. Pada periode penelitian 18 bulan, terdapat 22 saham yang memperoleh rata-rata *return* positif dan 10 saham memperoleh rata-rata *return* saham yang negatif. Dan pada periode penelitian 21 bulan, terdapat 25 saham yang memperoleh rata-rata *return* positif dan 7 saham memperoleh rata-rata *return* negatif. Berdasarkan perhitungan yang dilakukan pada lampiran A, *return* saham individual anggota saham LQ-45 dijelaskan pada tabel 4.6 di bawah ini.

Tabel 4.6
Return Anggota Saham LQ-45

No		12 Bulan	15 Bulan	18 Bulan	21 Bulan	24 Bulan
1	AALI	0.0149	0.0231	0.0144	0.0168	0.0257
2	ANTM	0.0093	0.0107	0.0207	0.0366	0.0479
3	ASGR	-0.0317	0.0005	-0.0058	-0.0034	-0.0030
4	ASII	0.0103	0.0392	0.0358	0.0393	0.0425
5	AUTO	-0.0142	0.0067	0.0021	0.0036	0.0046
6	BBCA	0.0296	0.0293	0.0302	0.0323	0.0330
7	BMTR	0.0359	0.0369	0.0544	0.0383	0.0379
8	DNKS	-0.0166	0.0303	0.0492	0.0331	0.0257
9	GGRM	-0.0266	-0.0009	-0.0052	0.0126	0.0157
10	GJTL	0.0454	0.0665	0.0876	0.0745	0.0702
11	HMSP	-0.0301	-0.0048	-0.0010	0.0018	0.0077
12	IDSR	-0.0118	0.0025	-0.0142	-0.0108	0.0000
13	INAF	-0.0074	-0.0009	-0.0192	-0.0131	-0.0102
14	INDF	-0.0117	0.0212	0.0040	0.0036	0.0135
15	INDR	-0.0110	0.0007	-0.0051	0.0044	0.0097
16	INTP	0.0174	0.0286	0.0502	0.0498	0.0554
17	ISAT	-0.0121	0.0028	-0.0054	0.0141	0.0337
18	JHD	0.0389	0.0450	0.0497	0.0416	0.0401
19	KAEF	-0.0103	0.0057	0.1193	0.0686	0.0623
20	KLBF	0.0026	0.0523	0.0496	0.0578	0.0396
21	MEDC	-0.0003	-0.0052	-0.0052	-0.0007	0.0047
22	MLPL	-0.0576	-0.0027	-0.0071	-0.0072	0.0246
23	MPPA	-0.0303	-0.0040	-0.0049	-0.0013	0.0121
24	PNBN	0.0210	0.0474	0.0473	0.0395	0.0463
25	RALS	-0.0088	0.0117	0.0126	0.0284	0.0024
26	RMBA	0.0401	0.0351	0.0190	0.0111	0.0231
27	SMCB	-0.0337	0.0073	0.0427	0.0271	0.0309
28	SMGR	0.0791	0.0686	0.0582	0.0525	0.0498
29	TINS	0.0136	0.0172	0.0255	0.0504	0.0696
30	TSPC	0.0053	0.0182	0.0127	0.0129	0.0164
31	UNTR	-0.0285	0.0238	0.0178	0.0473	0.0643
32	UNVR	-0.0083	0.0114	0.0168	-0.0300	-0.0227
	Rata2	0.0004	0.0195	0.0233	0.0229	0.0276

Sumber: Data sekunder diolah, 2004

Untuk menentukan tinggi atau rendahnya *return* saham individual, maka perlu diperbandingkan dengan *return* pasar. Hasil perhitungan pada lampiran B menunjukkan bahwa pada periode penelitian 12 bulan diperoleh rata-rata *return* pasar sebesar $-0,0074$ atau $-0,74\%$. Pada periode penelitian 15 bulan diperoleh rata-rata *return* pasar sebesar $0,0119$ atau $1,19\%$. Rata-rata *return* pasar yang diperoleh pada periode penelitian 18 bulan sebesar $0,0116$ atau $1,16\%$, dan terakhir pada periode penelitian 21 bulan diperoleh rata-rata *return* pasar sebesar $0,0192$ atau $1,92\%$.

Selanjutnya dicari besarnya beta (β) yang merupakan ukuran sensitivitas *return* saham individual terhadap *return* pasar. Beta saham individual dapat diperoleh dengan melakukan regresi terhadap rata-rata *return* saham individual dengan rata-rata *return* pasar. Berdasarkan perhitungan pada lampiran C, hasil analisis beta atau total risiko saham dapat dijelaskan pada tabel 4.7 di bawah ini.

Tabel 4.7
Hasil Analisis Beta Emiten

No	Emiten	12 Bulan	15 Bulan	18 Bulan	21 Bulan	24 Bulan
1	AALI	0.1980	0.2560	0.2410	0.2640	0.2350
2	ANTM	0.2120	0.2310	0.1550	0.1770	0.1520
3	ASGR	0.6380	0.5840	0.5400	0.5460	0.5420
4	ASII	0.3410	0.3830	0.3780	0.3930	0.4000
5	AUTO	0.5030	0.5680	0.4830	0.5140	0.5120
6	BBCA	0.5070	0.5260	0.5210	0.5500	0.5270
7	BMTR	0.2580	0.2630	0.2120	0.1580	0.1530
8	DNKS	0.2660	0.3560	0.3190	0.2270	0.1740
9	GGRM	0.7950	0.7860	0.7690	0.6720	0.6690
10	GJTL	0.1620	0.1950	0.1850	0.1840	0.1820
11	HMSP	0.6470	0.6900	0.6700	0.7050	0.6820
12	IDSR	0.5250	0.6260	0.5330	0.5320	0.5130
13	INAF	0.2990	0.4130	0.2990	0.3760	0.3860
14	INDF	0.3210	0.3990	0.3680	0.3880	0.3970
15	INDR	0.2820	0.3150	0.3000	0.3190	0.3230
16	INTP	0.1300	0.1990	0.1560	0.6400	0.1750
17	ISAT	0.5510	0.6270	0.6090	0.5250	0.4830
18	JIHD	0.1690	0.1760	0.1750	0.1810	0.1820
19	KAEF	0.4410	0.4870	0.0381	0.0132	0.0122
20	KLBF	0.3480	0.3760	0.3570	0.3320	0.1250
21	MEDC	0.5950	0.5440	0.5260	0.5570	0.5420
22	MLPL	0.6240	0.3720	0.3680	0.3750	0.2630
23	MPPA	0.4950	0.4160	0.4020	0.4120	0.3840
24	PNBN	0.1230	0.1540	0.1510	0.1540	0.1550
25	RALS	0.3980	0.4770	0.4470	0.4100	0.3880
26	RMBA	-0.0084	-0.0095	-0.0095	-0.0104	-0.0005
27	SMCB	0.4340	0.3620	0.2510	0.2190	0.2250
28	SMGR	0.2070	0.1920	0.1880	0.1970	0.1870
29	TINS	0.0470	0.0967	0.0862	0.1170	0.1200
30	TSPC	0.3810	0.4400	0.4210	0.4410	0.4560
31	UNTR	0.5310	0.4420	0.3890	0.3830	0.3490
32	UNVR	0.5830	0.7130	0.6780	-0.0803	-0.0479

Sumber: Data sekunder diolah, 2004

Berdasarkan tabel 4.7 dapat dijelaskan bahwa pada periode penelitian 12 bulan, beta saham individual tertinggi dimiliki oleh PT Gudang Garam Tbk.

sebesar 0,7950 dan beta saham individual terendah dimiliki oleh PT Bentoel International Tbk. dengan nilai beta sebesar $-0,0084$. Selanjutnya periode penelitian 15 bulan, beta saham individual tertinggi dimiliki oleh PT Gudang Garam Tbk. sebesar 0,7860 dan beta saham individual terendah dimiliki oleh PT Bentoel International Tbk. dengan nilai beta sebesar $-0,0095$. Pada periode penelitian 18 bulan, beta saham individual tertinggi dimiliki oleh PT Gudang Garam Tbk. sebesar 0,7690 dan beta saham individual terendah dimiliki oleh PT Bentoel International Tbk. dengan nilai beta saham sebesar $-0,0095$. Pada periode penelitian 21 bulan, beta saham individual tertinggi dimiliki oleh PT HM. Sampoerna Tbk. sebesar 0,7050 dan beta saham individual terendah dimiliki oleh PT Unilever Tbk. sebesar $-0,0803$.

4.2.1.2 Portofolio Optimal Berdasarkan Single Index Model

Selanjutnya perhitungan portofolio optimal didasarkan pada sebuah angka yang dapat menentukan apakah suatu saham dapat dimasukkan ke dalam portofolio optimal tersebut. Angka tersebut adalah rasio *excess return to beta* (ERB). ERB merupakan selisih antara *return* Reksa Dana saham individual dengan tingkat bunga bebas risiko (*risk free*). ERB berarti mengukur kelebihan *return* relatif terhadap satu unit risiko yang tidak dapat mengalami diversifikasi. Rasio *excess return to beta* juga menunjukkan hubungan antara dua faktor penentu investasi, yaitu *return* dan risiko. Untuk menentukan tinggi atau rendahnya ERB saham individual, perlu dihitung terlebih dahulu *cut off rate* (C_i) saham individual tersebut. Dengan menggunakan tingkat suku bunga bebas risiko

(*risk free*) sebesar 0,1470 (12 bulan), 0,1408 (15 bulan), 0,1335 (18 bulan), dan 0,1269 (21 bulan), proses perhitungan ERB dan Ci dapat dilihat pada lampiran D yang hasilnya diringkas pada tabel 4.8 di bawah ini.

Tabel 4.8
Hasil Perhitungan ERB dan Ci Portofolio Saham

Emiten	12 Bulan		15 Bulan		18 Bulan		21 Bulan		24 Bulan	
	ERB	Ci	ERB	Ci	ERB	Ci	ERB	Ci	ERB	Ci
AALI	-0.6672	-0.1152	-0.4598	-0.2467	-0.4942	-0.1083	-0.4170	-0.1374	-0.4068	-0.0251
ANTM	-0.6495	-0.2035	-0.5632	-0.3429	-0.7277	-0.1598	-0.5102	-0.1855	-0.4829	-0.0448
ASGR	-0.2801	-0.2494	-0.2402	-0.2751	-0.2580	-0.2091	-0.2386	-0.2148	-0.2293	-0.1100
ASII	-0.4009	-0.2716	-0.2653	-0.2730	-0.2585	-0.2188	-0.2229	-0.2166	-0.1970	-0.1240
AUTO	-0.3205	-0.2834	-0.2361	-0.2609	-0.2720	-0.2318	-0.2399	-0.2230	-0.2279	-0.1458
BBCA	-0.2316	-0.2732	-0.2120	-0.2502	-0.1983	-0.2244	-0.1720	-0.2108	-0.1676	-0.1497
BMTR	-0.4306	-0.2808	-0.3951	-0.2577	-0.3731	-0.2296	-0.5608	-0.2176	-0.5451	-0.1557
DNKS	-0.6150	-0.2972	-0.3104	-0.2623	-0.2643	-0.2322	-0.4132	-0.2251	-0.5494	-0.1632
GGRM	-0.2184	-0.2732	-0.1803	-0.2379	-0.1804	-0.2166	-0.1701	-0.2112	-0.1578	-0.1620
GJTL	-0.6272	-0.2776	-0.3810	-0.2405	-0.2481	-0.2172	-0.2848	-0.2126	-0.2808	-0.1639
HMSF	-0.2737	-0.2770	-0.2110	-0.2350	-0.2007	-0.2141	-0.1774	-0.2051	-0.1666	-0.1644
IDSR	-0.3025	-0.2795	-0.2209	-0.2332	-0.2771	-0.2207	-0.2588	-0.2109	-0.2364	-0.1712
INAF	-0.5164	-0.2868	-0.3431	-0.2391	-0.5107	-0.2299	-0.3723	-0.2192	-0.3407	-0.1798
INDF	-0.4944	-0.2940	-0.2997	-0.2420	-0.3519	-0.2355	-0.3178	-0.2243	-0.2715	-0.1844
INDR	-0.5603	-0.3009	-0.4448	-0.2479	-0.4620	-0.2421	-0.3840	-0.2298	-0.3455	-0.1897
INTP	-0.9969	-0.3047	-0.5638	-0.2516	-0.5340	-0.2445	-0.1205	-0.2166	-0.3766	-0.1914
ISAT	-0.2887	-0.3033	-0.2201	-0.2483	-0.2281	-0.2427	-0.2149	-0.2165	-0.1814	-0.1908
JIHD	-0.6396	-0.3061	-0.5443	-0.2507	-0.4789	-0.2448	-0.4713	-0.2187	-0.4462	-0.1932
KAEF	-0.3567	-0.3088	-0.2774	-0.2523	-0.3723	-0.2448	-4.4200	-0.2189	-4.8400	-0.1934
KLBF	-0.4149	-0.3123	-0.2354	-0.2517	-0.2350	-0.2445	-0.2081	-0.2186	-0.6536	-0.1954
MEDC	-0.2476	-0.3066	-0.2684	-0.2528	-0.2637	-0.2459	-0.2291	-0.2194	-0.2151	-0.1969
MLPL	-0.3279	-0.3085	-0.3858	-0.2567	-0.3821	-0.2504	-0.3576	-0.2240	-0.3677	-0.2000
MPPA	-0.3582	-0.3111	-0.3481	-0.2600	-0.3443	-0.2541	-0.3112	-0.2273	-0.2844	-0.2031
PNBN	-1.0244	-0.3134	-0.6065	-0.2616	-0.5709	-0.2558	-0.5675	-0.2291	-0.4839	-0.2047
RALS	-0.3915	-0.3159	-0.2706	-0.2620	-0.2705	-0.2565	-0.2402	-0.2295	-0.3064	-0.2084
RMBA	12.7718	-0.3157	11.0936	-0.2618	12.0793	-0.2562	11.1239	-0.2292	196.4000	-0.2084
SMCB	-0.4164	-0.3194	-0.3688	-0.2645	-0.3618	-0.2577	-0.4557	-0.2315	-0.4018	-0.2107
SMGR	-0.3280	-0.3195	-0.3760	-0.2653	-0.4005	-0.2588	-0.3777	-0.2327	-0.3824	-0.2121
TINS	-2.8395	-0.3206	-1.2777	-0.2671	-1.2526	-0.2605	-0.6538	-0.2340	-0.4308	-0.2128
TSPC	-0.3719	-0.3220	-0.2786	-0.2675	-0.2869	-0.2615	-0.2585	-0.2349	-0.2300	-0.2136
UNTR	-0.3305	-0.3224	-0.2647	-0.2674	-0.2974	-0.2626	-0.2078	-0.2341	-0.1633	-0.2123
UNVR	-0.2664	-0.3192	-0.1815	-0.2603	-0.1721	-0.2547	1.9532	-0.2314	3.0063	-0.2107

Sumber: Data sekunder diolah, 2004

Apabila suatu saham individual memiliki ERB lebih besar dari C_i , maka saham individual tersebut akan dimasukkan ke dalam kandidat portofolio optimal Single Index Model. Untuk saham individual yang memiliki ERB lebih kecil dari C_i akan dikeluarkan dari portofolio optimal. Berdasarkan perhitungan pada lampiran D, hasil saham individual yang masuk ke dalam portofolio optimal dapat dijelaskan pada tabel 4.9 di bawah ini.

Tabel 4.9
Saham yang Masuk Dalam Portofolio Optimal

No	12 Bulan	15 Bulan	18 Bulan	21 Bulan	24 Bulan
1	BBCA	ASGR	BBCA	BBCA	GGRM
2	RMBA	ASII	KLBF	GGRM	ISAT
3		AUTO	RMBA	HMSP	RMBA
4		KLBF	UNVR	ISAT	UNTR
5		RMBA		KLBF	
6		UNTR		RMBA	
7				UNTR	

Sumber: Data sekunder diolah, 2004

Langkah selanjutnya adalah menentukan proporsi dari masing-masing saham individual yang masuk dalam portofolio optimal. Berdasarkan hasil perhitungan pada lampiran D, besarnya proporsi saham individual dalam portofolio optimal dapat dijelaskan pada tabel 4.10 di bawah ini.

Tabel 4.10
Proporsi Saham Individual dalam Portofolio Optimal

No	12 Bulan	%	15 Bulan	%	18 Bulan	%	21 Bulan	%	24 Bulan	%
1	BBCA	35.35	ASGR	2.93	BBCA	18.68	BBCA	6.85	GGRM	28.58
2	RMBA	64.65	ASII	8.73	KLBF	18.03	GGRM	7.91	ISAT	14.19
3			AUTO	1.17	RMBA	46.04	HMSP	10.17	RMBA	31.61
4			KLBF	0.58	UNVR	17.25	ISAT	14.65	UNTR	15.52
5			RMBA	76.69			KLBF	8.46		
6			UNTR	9.90			RMBA	42.24		
7							UNTR	9.72		

Sumber: Data sekunder diolah, 2004

Setelah diketahui struktur portofolio yang optimal, selanjutnya dilakukan perhitungan *return* portofolio dan risiko sistematis saham individual yang masuk dalam portofolio optimal tersebut. Berdasarkan hasil perhitungan pada lampiran D, hasil *return* dan risiko portofolio dapat dijelaskan pada tabel 4.11 di bawah ini.

Tabel 4.11
Hasil Perhitungan *Return* dan Risiko Portofolio

12 Bulan			15 Bulan			18 Bulan		
	Return	Risiko		Return	Risiko		Return	Risiko
BBCA	0.0105	0.1792	ASGR	0.000015	0.0171	BBCA	0.0056	0.0973
RMBA	0.0259	-0.0054	ASII	0.0034	0.0334	KLBF	0.0089	0.0644
			AUTO	0.0001	0.0037	RMBA	0.0087	-0.0044
			KLBF	0.0003	0.0022	UNVR	0.0029	0.1170
			RMBA	0.0269	-0.0073			
			UNTR	0.0024	0.0438			
TOTAL	0.0364	0.1738		0.0331	0.0929		0.0261	0.2743

21 Bulan			24 Bulan		
	Return	Risiko		Return	Risiko
BBCA	0.0022	0.0377	GGRM	0.0045	0.1912
GGRM	0.0010	0.0532	ISAT	0.0082	0.1173
HMSP	0.0002	0.0717	RMBA	0.0073	-0.0002
ISAT	0.0021	0.0769	UNTR	0.0100	0.0542
KLBF	0.0049	0.0281			
RMBA	0.0047	-0.0044			
UNTR	0.0046	0.0372			
	0.0197	0.3004		0.0300	0.3625

Sumber: Data sekunder diolah, 2004

Berdasarkan tabel 4.11 dapat dijelaskan bahwa pada periode penelitian 12 bulan, PT Bentoel International Tbk. memiliki *return* portofolio tertinggi sebesar 0,0105, dan PT Bank BCA Tbk. memiliki risiko portofolio tertinggi sebesar 0,1792. Selanjutnya pada periode penelitian 15 bulan, PT Bentoel International Tbk. memiliki *return* portofolio tertinggi sebesar 0,0269 dan PT Astra International Tbk. memiliki risiko portofolio tertinggi sebesar 0,0334. Pada

periode penelitian 18 bulan, dapat dijelaskan bahwa PT Kalbe Farma Tbk. masih memiliki *return* portofolio tertinggi sebesar 0,0089 dan PT Unilever Tbk. memiliki risiko portofolio tertinggi sebesar 0,1170. Pada periode penelitian 21 bulan dapat dijelaskan bahwa PT Kalbe Farma Tbk. memiliki *return* portofolio tertinggi sebesar 0,0049 dan PT Indosat Tbk. memiliki risiko tertinggi sebesar 0,0769.

4.2.2 Uji Beda Dua Rata-rata Antara *Return* dan Risiko Reksa Dana Saham Dengan *Return* dan Risiko Portofolio Saham Menggunakan Single Index Model

Uji beda dua rata-rata (*independent sample t-test*) dilakukan untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan *return* dan risiko secara sistematis, antara Reksa Dana Saham dengan Portofolio Saham.

4.2.2.1 Uji Beda Dua Rata-rata Antara *Return* Reksa Dana Saham Dengan *Return* Portofolio Saham Menggunakan Single Index model

Return yang diuji beda adalah *return* portofolio saham setelah diaplikasikan dan telah dikurangi dengan biaya transaksi. Menurut Arifin (2002), rata-rata besarnya biaya transaksi saham berkisar antara 0,03 – 0,05%, ditambah 0,1% apabila melakukan transaksi menjual saham. Dengan asumsi bahwa saham-saham LQ-45 merupakan saham yang aktif di bursa saham, maka penelitian ini menggunakan biaya transaksi sebesar 0,15% atau menggunakan nilai batas tertinggi dari rata-rata biaya transaksi yang telah diterapkan.

Sedangkan *return* Reksa Dana saham yang telah diaplikasikan dan telah dikurangi dengan biaya transaksi dan unit penyertaan yang besarnya berbeda-beda untuk masing-masing Reksa Dana. Berdasarkan analisis yang dilakukan dengan menggunakan program SPSS pada lampiran I, hasil uji beda *return* portofolio dan Reksa Dana Saham dapat dijelaskan pada tabel 4.12 di bawah ini.

Tabel 4.12
Uji Beda *Return* Portofolio Saham Dengan *Return* Reksa Dana

	Return Reksa Dana	Return Portofolio Saham	t - hitung	Prob.	Keputusan
Return Reksa Dana – Portofolio Saham	0,0508	0,0287	2,355	0,037	Terdapat perbedaan Return Reksa Dana dengan Return Portofolio Saham

Sumber: Output SPSS diolah, 2004

Berdasarkan tabel 4.12 terlihat bahwa nilai t hitung 2,355 dan nilai probabilitas sebesar 0,037. Oleh karena probabilitas $< 0,05$ maka Hipotesa Alternatif diterima, atau terdapat perbedaan *return* yang diperoleh melalui Reksa Dana saham dengan *return* yang diperoleh dari portofolio saham LQ-45 secara langsung berdasarkan Single Index Model.

4.2.2.2 Uji Beda Dua Rata-rata Antara Risiko Reksa Dana Saham Dengan Risiko Portofolio Saham Menggunakan Single Index Model

Risiko yang diuji beda adalah risiko sistematis portofolio hasil bentukan Single Index Model dan risiko Reksa Dana saham secara bulanan selama periode Februari 2003 hingga Februari 2004. Berdasarkan analisis yang dilakukan dengan menggunakan program SPSS pada lampiran I, hasil uji beda risiko Portofolio Saham dan Reksa Dana Saham dapat dijelaskan pada tabel 4.13 di bawah ini.

Tabel 4.13
Uji Beda Risiko Portofolio Saham Dengan Risiko Reksa Dana

	Risiko Reksa Dana	Risiko Portofolio Saham	t - hitung	Prob.	Keputusan
Risiko Reksa Dana – Portofolio Saham	0,0348	0,4253	4,182	0,002	Terdapat perbedaan Risiko Reksa Dana dengan Risiko Portofolio Saham

Sumber: Output SPSS diolah, 2004

Berdasarkan tabel 4.13 terlihat bahwa nilai t hitung 4,182 dan nilai probabilitas sebesar 0,002 Oleh Karena probabilitas $< 0,05$ maka Hipotesa Alternatif diterima, atau terdapat perbedaan risiko yang diperoleh melalui Reksa Dana Saham dengan risiko yang diperoleh dari portofolio saham LQ-45 secara langsung berdasarkan Single Index Model.

4.2.3 Pemeringkatan Reksa Dana Saham Dengan Indeks Sharpe

Untuk memilih Reksa Dana saham yang dinilai berpotensi dan baik kinerjanya, tidak bisa hanya berpatokan pada *return* saja. Sebagai seorang investor yang rasional, ia juga harus memperhatikan risiko dari investasi yang dipilihnya, karena alasan tersebut maka digunakan Indeks Sharpe untuk mempermudah pengukuran kinerja dari masing-masing Reksa Dana saham. Setelah itu dilakukan pemeringkatan dari kinerja masing-masing Reksa Dana saham berdasarkan Indeks Sharpe, semakin besar Indeks Sharpe maka semakin baik kinerja portofolio dari Reksa Dana saham tersebut. Berdasarkan perhitungan pada lampiran G, hasil pemeringkatan Reksa Dana saham pada tiap-tiap periode penelitian dapat dilihat pada tabel 4.14 di bawah ini.

Tabel 4.14
Hasil Pemeringkatan Kinerja Reksa Dana Saham
Februari 2002 – Februari 2004

NO	NAMA REKSA DANA	Ri	Rf	St. Dev.	I.Sharpe	Ranking
1	Bahana Dana Prima	0.0331	0.1213	0.1097	-0.8040	1
2	Phinisi Dana Saham	0.0298	0.1213	0.1073	-0.8527	2
3	CitiReksa Dana Ekuitas	0.0261	0.1213	0.0812	-1.1727	3
4	Schroder Prestasi	0.0338	0.1213	0.0720	-1.2160	4
5	Panin Dana Maksima	0.0266	0.1213	0.0718	-1.3195	5
6	Niaga Saham	0.0174	0.1213	0.0754	-1.3778	6
7	Si Dana Saham	0.0258	0.1213	0.0690	-1.3843	7
8	Rencana Cerdas	0.0257	0.1213	0.0687	-1.3907	8
9	BNI Berkembang	0.0193	0.1213	0.0714	-1.4286	9
10	Master Dinamis	0.0111	0.1213	0.0732	-1.5057	10
11	ABN Amro Dana Saham	0.0198	0.1213	0.0664	-1.5295	11
12	Danareksa Mawar	0.0256	0.1213	0.0615	-1.5558	12
13	Nikko Saham Nusantara	0.0109	0.1213	0.0651	-1.6972	13
14	Big Nusantara	0.0128	0.1213	0.0609	-1.7807	14
15	Dana Megah Kapital	0.0099	0.1213	0.0589	-1.8904	15
16	Arjuna	0.0001	0.1213	0.0518	-2.3407	16
17	Bima	0.0093	0.1213	0.0348	-3.2230	17
	Rata-rata				-1,5570	

Sumber: Data sekunder diolah, 2004

Selanjutnya untuk keseluruhan atau secara rata-rata bila investor memilih Reksa Dana Bahana Dana Prima, akan memperoleh *return* yang sama dengan risiko yang lebih kecil, karena Reksa Dana ini memiliki nilai rata-rata Index Sharpe tertinggi. Pilihan kedua jatuh pada Reksa Dana Phinisi Dana Saham dan peringkat selanjutnya jatuh pada CitiReksa Dana Ekuitas, Schroeder Dana Prestasi, Panin Dana Maksima, Niaga Saham, Si Dana Saham, Rencana Cerdas, BNI Berkembang, Master Dinamis, ABN Amro Dana Saham, Danareksa Mawar, Nikko Saham Nusantara, BIG Nusantara, Dana Megah Kapital, Arjuna, dan Bima.

4.2.4 Penentuan Alternatif Investasi

Setelah mengukur kinerja 17 Reksa Dana saham yang ada dengan menggunakan Indeks Sharpe, maka dilakukan juga pengukuran serupa terhadap hasil portofolio optimal yang dibentuk menggunakan Single Index Model. Proses perhitungan Indeks Sharpe portofolio saham dilakukan dengan menggunakan portofolio saham terapan atau portofolio yang memperhatikan biaya transaksi yang terjadi akibat aktivitas membeli atau menjual saham yaitu sebesar 0,15 persen. Berdasarkan perhitungan pada lampiran H, hasil perhitungan kinerja portofolio berdasarkan Indeks Sharpe periode Februari 2003 hingga Februari 2004 dapat dilihat pada tabel 4.15 di bawah ini.

Tabel 4.15
Hasil Pemeringkatan Reksa Dana Saham Berdasarkan Indeks Sharpe
(Februari 2003 – Februari 2004)

No	Reksa Dana Saham	I. Sharpe	Peringkat
1	Bahana Dana Prima	0.5985	1
2	ABN Amro Dana Saham	0.5345	2
3	Schroder Prestasi	0.5281	3
4	Rencana Cerdas	0.4762	4
5	Si Dana Saham	0.4374	5
6	Danareksa Mawar	0.3974	6
7	Panin Dana Maksima	0.3838	7
8	Citireksadana Ekuitas	0.3557	8
9	BNI Berkembang	0.3204	9
10	Phinisi Saham	0.2824	10
11	Niaga Saham	0.1960	11
12	Dana Megah Kapital	0.1395	12
13	Big Nusantara	0.1018	13
14	Nikko Saham Nusantara	0.0951	14
15	Master Dinamis	0.0943	15
16	Arjuna	0.0061	16
17	Bima	-0.0377	17
	Rata-rata	0.2828	

Sumber: Data sekunder diolah, 2004

Selanjutnya tabel 4.16 akan menjelaskan hasil Indeks Sharpe Portofolio Saham yang telah diterapkan periode Februari 2003 – Februari 2004 yang proses perhitungannya dapat dilihat pada lampiran E.

Tabel 4.16
Indeks Sharpe Portofolio Saham LQ-45
(Februari 2003 – Februari 2004)

Produk	Indeks Sharpe
Portofolio Saham yang Diterapkan	0,0070

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2004

Tabel 4.16 menunjukkan nilai indeks Sharpe Portofolio Saham yang diterapkan sebesar 0,0078. Hal ini dapat dijelaskan bahwa portofolio saham hasil bentukan Single Index Model memiliki indeks Sharpe lebih kecil daripada Reksa Dana Saham, jadi investor akan memperoleh keuntungan yang lebih besar dan resiko yang lebih kecil jika ia melakukan portofolio melalui Reksa Dana Saham. Nilai Indeks Sharpe portofolio saham sebesar 0,0070 terletak diantara Reksa Dana Saham Master Dinamis (0,0943) dan Arjuna (0,0061).

Hasil *return* Reksa Dana Saham yang lebih baik dikarenakan manajer investasi dalam mengalokasikan dananya lebih optimal daripada investor, selain itu manajer investasi didukung oleh pengalaman profesional serta tim riset yang handal. Hal lain yang mungkin menjadi penyebab adalah industri Reksa Dana di pasar modal Indonesia didukung juga didukung oleh semakin banyaknya jumlah Wakil Agen Penjual Efek Reksa Dana (WAPERD) serta teknologi ATM dalam melakukan transaksi Reksa Dana.

Kondisi pasar modal yang belum stabil sangat berpengaruh terhadap *return* yang dihasilkan saham-saham individual LQ-45. Kondisi politik dan kondisi keamanan yang jauh lebih stabil pada tahun 2002, terutama sejak “*wake up call*” tragedi Bali tidak berpengaruh terhadap pola investasi di pasar modal, terutama investor asing masih cenderung mengambil posisi jangka pendek, kuartalan, dengan pola hit and run.

Di awal tahun 2002, ekspektasi terhadap ekonomi Indonesia cukup *bullish* karena banyak ekonom memprediksikan pertumbuhan ekonomi tahun 2002 di atas 4 persen. Pasar semakin bergairah setelah Badan Penyelesaian Perbankan Nasional (BPPN) berhasil menjual 51 persen saham Bank Central Asia (BCA) di bulan April 2002. Akan tetapi, karena investor asing masih ragu-ragu atas situasi Indonesia, maka pada saat di mana posisi indeks BEJ bulan Juni saat itu sudah cukup tinggi (545), setiap berita buruk akan dipakai alasan oleh investor untuk menjual portofolionya. Istilahnya investor mengambil aksi ambil untung atau *take profit*. Sejak pertengahan Juni, fakta-fakta seputar melemahnya daya beli konsumen memberikan sentimen negatif kepada pasar.

Di Juli 2002, indeks BEJ semakin menurun karena terimbas oleh penurunan indeks Dow Jones di bursa AS yang disebabkan oleh fakta pelemahan ekonomi AS dan skandal keuangan perusahaan-perusahaan besar AS, seperti Enron, Worldcom, dan Tyco. Puncak penurunan indeks BEJ tahun 2002 terjadi bulan Oktober setelah tragedi Bali, di mana indeks BEJ sempat turun ke titik terendah 325.

Dari segi resiko, Reksa Dana Saham memiliki resiko yang lebih kecil dibandingkan dengan Portofolio saham. Reksa Dana Saham khususnya Reksa Dana Terbuka menjamin likuiditas sahamnya, apabila investor ingin menjual sahamnya maka perusahaan Reksa Dana atau Manajer Investasi⁷ yang bersangkutan wajib membeli sahamnya kembali pada harga Nilai Aktiva Bersih pada hari bersangkutan. Hal ini tidak terjadi pada saham perusahaan biasa yang sangat tergantung pada penawaran dan permintaan pasar.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan analisis data yang dilakukan pada bab IV, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Berdasarkan hasil analisis Single Index Model dapat dijelaskan saham-saham individual yang termasuk dalam kandidat portofolio optimal periode Februari 2002 hingga Februari 2004 adalah PT Gudang Garam International Tbk. dengan nilai ERB sebesar $-0,1578$, PT Indosat Tbk. ($-0,1814$), PT Bentoel International Tbk. ($196,40$), PT United Tractors Tbk. ($-0,1633$), dan PT Unilever Tbk. ($3,0063$).
2. Proporsi yang dihasilkan masing-masing portofolio optimal yang dibentuk berdasarkan Single Index Model periode Februari 2002 hingga Februari 2004 terbagi atas PT Gudang Garam International Tbk. dengan proporsi sebesar $19,47\%$, PT Indosat Tbk. ($16,55\%$), PT Bentoel International Tbk. ($21,54\%$), PT United Tractors Tbk. ($10,58\%$), dan PT Unilever Tbk. ($31,85\%$).
3. Berdasarkan hasil uji beda dua rata-rata (*independent sample t-test*) dapat dijelaskan dengan nilai t hitung $2,355$ dan nilai probabilitas sebesar $0,037$ (lebih kecil dari $0,05$), maka dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan *return* yang diperoleh melalui Reksa Dana saham dengan *return* yang diperoleh dari portofolio saham LQ-45 secara langsung berdasarkan Single

Index Model. Selanjutnya dengan nilai t hitung 4,182 dan nilai probabilitas sebesar 0,002 (lebih kecil dari 0,05), maka dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan risiko yang diperoleh melalui Reksa Dana saham dengan risiko yang diperoleh dari portofolio saham LQ-45 secara langsung berdasarkan Single Index Model.

4. Berdasarkan hasil analisis Indeks Sharpe dapat dijelaskan peringkat tertinggi dan terendah kinerja Reksa Dana saham selama periode Februari 2002 hingga Februari 2004 adalah sebagai berikut: Bahana Dana Prima, Phinisi Dana Saham, CitiReksa Dana Ekuitas, Schroeder Dana Prestasi, Panin Dana Maksima, Niaga Saham, Si Dana Saham, Rencana Cerdas, BNI Berkembang, Master Dinamis, ABN Amro Dana Saham, Danareksa Mawar, Nikko Saham Nusantara, BIG Nusantara, Dana Megah Kapital, Arjuna, dan Bima.
5. Berdasarkan perhitungan Indeks Sharpe dapat dijelaskan bahwa kinerja Reksa Dana Saham lebih baik dibandingkan kinerja portofolio saham. Hal ini dapat dilihat dari nilai rata-rata Indeks Sharpe Reksa Dana saham yang lebih besar (0,2828) jika dibandingkan dengan nilai rata-rata Indeks Sharpe portofolio saham LQ-45 yang dibentuk berdasarkan Single Index Model (0,0070). Hal ini berarti investor akan memperoleh keuntungan yang lebih besar jika ia melakukan portofolio melalui Reksa Dana

5.2 Saran

Berdasarkan hasil analisa data yang telah dilakukan, untuk perbaikan di masa yang akan datang, maka beberapa saran yang dapat diberikan adalah:

1. Hasil analisis Single Index Model dapat dijadikan sebagai salah satu cara memilih saham yang akan dimasukkan dalam portofolio optimal guna mendapatkan *return* optimal dengan risiko tertentu. Selain itu, faktor-faktor lain juga tidak bisa diabaikan begitu saja dalam pengambilan keputusan investasi, seperti faktor fundamental dan eksternal perusahaan.
2. Risiko saham individual dapat diperkecil apabila masing-masing emiten memantau perkembangan saham yang ada. Pantauan ini diharapkan agar para emiten mengetahui nilai risiko yang tidak dapat dihindari dengan diversifikasi, yang disebut dengan risiko sistematis sehingga secara keseluruhan total risiko portofolio diharapkan dapat diperkecil.
3. Investor dapat mempercayakan dana mereka pada satu manajer investasi namun tidak menutup kemungkinan adanya proses diversifikasi dua tingkat, jadi tidak terpaku pada satu Reksa Dana Saham saja. Investor dapat melakukan portofolio pada beberapa Reksa Dana Saham yang dinilai baik kinerjanya.
4. Bagi investor yang hendak berinvestasi melalui Reksa Dana Saham hendaknya mencari informasi selengkap-lengkapnyanya dari prospektus tiap-tiap Reksa Dana serta menentukan tujuan investasinya. Setelah itu investor membandingkan kinerja portofolio dari manajer investasi dengan melakukan pemeringkatan terhadap hasil kinerja Reksa Dana Saham yang

ada, misalnya menggunakan Indeks Sharpe yang sudah ada. Sebelum benar-benar membeli suatu produk Reksa Dana, investor juga perlu mengenali siapa saja manajer investasinya, bagaimana likuiditas Reksa Dana yang bersangkutan, seberapa besar dana yang dikelolanya, seberapa besar biaya penjualan (*entry fee*) dan biaya penjualan kembali (*redemption fee*).

DAFTAR PUSTAKA

- Achsien, Iggi, H., 2000, **Investasi Syariah di Pasar Modal: Menggagas Konsep dan Praktek Manajemen Portofolio Syariah**, PT Gramedia, Jakarta.
- Ang, Robert, 1997, **Pasar Modal Indonesia**, Mediasoft, Indonesia.
- Arifin, Ali, 2002, **Membaca Saham**, Penerbit Andi, Yogyakarta.
- Apap, P & J.M.Griffith, 1998, "*The Impact of Expenses on Equity Mutual Fund Performance*", **Journal of Financial Planning**.
- R. Agus Sartono & Sri Zulaihati, 1998, "*Rasionalitas Investor Terhadap Pemilihan Saham dan Penentuan Portofolio Optimal dengan Model Indeks Tunggal di BEJ*", **Kelola**, No. 17, Yogyakarta, P. 107-121.
- Bapepam, 1997, **Panduan Reksadana**, Jakarta.
- Bawazir Said dan Sitanggang J. (1994) "*Memilih Saham untuk Portofolio Optimal*", **Usahawan** No.1. tahun XXIII, Januari p.p. 34-40.
- Budi Yuwono, Nugroho, 1993, **Pengantar Statistik Ekonomi dan Perusahaan**, Edisi Revisi, Jilid 2, UPP-AMP YKPN Yogyakarta.
- Bowen, J.J.Jr. & M. Statman, 1997, "*Performance Games*", **Journal of Portfolio Management**.
- Brinson, G.P., R. Hood & G.I. Beebower, 1986, "*Determinants of Portfolio Performance*", **Financial Analysts Journal**.
- Cooper, Donald R. & C. William Emory, 1999, **Metode Penelitian Bisnis**, Erlangga Jakarta.
- Daniel Ngantu Rahina, 2003, **Analisis Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Beta Terhadap Return Saham LQ-45 pada Pasar Bullish dan Bearish di Bursa Efek Jakarta Periode 1997-1999**, Tesis Magister Manajemen Universitas Diponegoro, Smg.
- Daniel K., M. Grinblatt, S. Titman & R. Wermers, 1997, "*Measuring Mutual Fund Performance With Characteristic-Based Benchmarks*", **Journal of Finance**.
- Dharmawan, Komang, 2004, "*Memilih Reksadana Terbaik*", **Investor**, edisi 95, 25 Februari - 8 Maret.

UPT-PUSTAK-UNBIP

Dorimulu, Primus & Dharmawan, Komang, 2004, "*Reksadana Di Persimpangan Jalan*", *Investor*, edisi 95, 25 Februari - 8 Maret.

Elton, J. Edwin; Gruber, J. Martin, 1994, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, John Wiley and Sons Inc. NY, Fourth Edition

Elias, D., 1998, "*Timing is Nothing*", *Chief Executive*, hal.67.

Fabozzi, Frank J., 1995, *Manajemen Investasi*, Prentice Hall Inc.

Fischer, Donald E dan Ronald, J. Jordan, 1995, *Security Analysis and Portfolio Management*, Sixth Edition, Prentice Hall International Inc. United State of America.

Http : // www.indoexchange.co.id. **Daftar Reksadana.**

Http : // www.investor.co.id. **Reksadana Sebagai Alternatif Investasi.**

Http : // www.jsx.co.id. **Data Bulanan Harga Saham**

Http : // www.bes.co.id. **Data Bulanan NAB Reksa Dana Saham**

Http : // www.baepam.go.id. **Analisis Perkembangan Reksa Dana Saham**

Http : // www.bi.go.id. **Data Bulanan Suku Bunga SBI**

Husnan, Suad, 1995, "*Pasar Modal*", *Makalah Seminar*, Universitas Atmajaya, Yogyakarta.

_____, 1996, *Manajemen Keuangan : Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*, Edisi Keempat, BPFE, Yogyakarta.

_____, 1998, *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.

Jogiyanto, 1994, *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, PPFE UGM, Yogyakarta.

_____, 2000, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Kedua, BPFE, Yogyakarta.

Jones, C.P, 1996, *Investment : Analysis and Management*, Fifth Edition, John Wiley & Sons Inc. New York

- Kao G.W., L.T.W. Cheng, & K.C. Chan , 1998, "*International Mutual Fund Selectivity and Market Timing during Up and Down Market Conditions*", *Financial Review*, 33, Hal. 127-144
- Laderman, J.M., & A. Dunkin 1998, "*Market Timing: A Perilous Ploy*", *Business Week*.
- Manupassa, Angela Rin, 2001, **Studi Komparatif Tingkat *Return* dan Risiko Reksadana Saham dan Portofolio Saham LQ-45 dengan menggunakan Single Index Model**, Tesis, MM Universitas Diponegoro, Semarang.
- Manurung, Adler Heymans, 1999, "Manajemen Portofolio dan Perkembangan Reksadana", *Usahawan* No.3 XXVII/Maret, H. 24-29.
- Napach, B., 1998, "*Better To Hold Fewer Stocks*", *Medical Economics*, p. 75.
- Prabawanti, Bulan, 2003, **Pengaruh Beta Saham Harian Terhadap *Return* Saham Harian Pada Pasar Modal Yang Sedang Berkembang (Studi pada saham-saham LQ-45 di BEJ, Indonesia)**, Tesis (tidak dipublikasikan), MM Universitas Diponegoro, Semarang
- Pratomo, Eko Priyo & Nugraha, Ubaidillah, 2002, **Reksadana, Solusi Perencanaan Investasi Di Era Modern**, PT Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Pattengill, Glenn N, Sridhar Sundaram & Ike Mathur, 1995, "*The Conditional Relation between Beta & Returns*", *Journal Of Finance and Quantitative Analysis*, Vol 30 No. 1, March.
- Said Bawazier & Jati Pingkir Sitanggang, 1994, "*Memilih Saham untuk Portofolio Optimal*", *Usahawan*, XI : hal 34-40.
- Sekaran, Uma, 1992, **Research Methods For Business Skill-Building Approach**, 2nd Edition, John Willey & Sons Inc.
- Sharpe, William F., Alexander, Gordon J. & Bailey, Jeffrey V., 1995, **Investments**, Five Edition, Prentice Hall Inc.
- Sugiyono, 1999, **Metode Penelitian Bisnis**, Alfa Beta, Bandung.
- Sutopo, Indi, 1998, **Analisis Pengaruh Inflasi Terhadap *Return* Saham dalam Penentuan Portofolio Optimum Model Indeks Tunggal**, Thesis (tidak dipublikasikan), Magister Manajemen Universitas Soedirman, Purwokerto.

- Tandelilin, E. Dr., 2001, **Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio**, BPFC, Yogyakarta.
- Teguh Budi Pamungkas, 2001, **Analisis Portofolio Reksadana Saham yang Optimal** (study komparatif portofolio Reksadana Saham yang optimal dengan rata-rata Reksadana Saham), Tesis (tidak dipublikasikan), MM UNDIP, Semarang.
- Van Horne, James C, 1997, **Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan**, Ed.9, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Wahyudi, Henry Dwi, 2001, **Analisis Investasi dan Penentuan Portofolio Saham Optimal di BEJ (Studi komparatif penggunaan Model Indeks Tunggal dan model random pada saham Indeks LQ-45 periode 1997-2000)**, Thesis (tidak dipublikasikan), Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
- Weiss, Kathleen, 1989, "*The Post-Offering Price Performance of Closed-End Funds*", **Financial Management**, h. 57-67
- Weston, J.F. dan Copeland, T.E., 1992, **Manajemen Keuangan**, Erlangga-Jakarta.
- Winston, Kenneth, Spring 1993, "*The Efficient Index and Prediction of Portfolio Variance*", **The Journal of Portfolio Management**.
- Wonnacott, Ronald J. dan Wonnacott, Thomas H., 1985, "**Introductory Statistics, 4th edition**", John Willey & Sons Inc.
- Zikmund, William, 1994, **Exploring Marketing Research**, Fifth Edition, The Dryden Press Orlando.